



**UHASSELT**

KNOWLEDGE IN ACTION

## Faculteit Bedrijfseconomische Wetenschappen

master in de handelswetenschappen

### *Masterthesis*

***De link tussen de persoonlijkheidskenmerken van de CEO en de kapitaalstructuur van het bedrijf***

#### **Kim Cuyx**

Scriptie ingediend tot het behalen van de graad van master in de handelswetenschappen, afstudeerrichting accountancy, financiering en fiscaliteit

#### **PROMOTOR :**

Prof. dr. Ine UMANS

#### **BEGELEIDER :**

De heer Manu MOYENS



**UHASSELT**

KNOWLEDGE IN ACTION

**www.uhasselt.be**  
Universiteit Hasselt  
Campus Hasselt:  
Martelarenlaan 42 | 3500 Hasselt  
Campus Diepenbeek:  
Agoralaan Gebouw D | 3590 Diepenbeek

**2024**  
**2025**



# Faculteit Bedrijfseconomische Wetenschappen

master in de handelswetenschappen

## ***Masterthesis***

***De link tussen de persoonlijkheidskenmerken van de CEO en de kapitaalstructuur van het bedrijf***

**Kim Cuyx**

Scriptie ingediend tot het behalen van de graad van master in de handelswetenschappen, afstudeerrichting accountancy, financiering en fiscaliteit

## **PROMOTOR :**

Prof. dr. Ine UMANS

## **BEGELEIDER :**

De heer Manu MOYENS



## Abstract

Binnen een onderneming is het nemen van de beslissing over de kapitaalstructuur één van de belangrijkste strategische beslissingen. Deze beslissing wordt sterk beïnvloed door de CEO. Om de invloed van de CEO op beslissingen omtrent de kapitaalstructuur te kunnen verklaren is er al veel onderzoek gedaan naar demografische kenmerken. Maar zoals blijkt uit de Upper Echelons-theorie, zijn dergelijke beslissingen niet alleen gebaseerd op logische, economisch gedreven aannames, maar ook op de persoonlijkheidskenmerken van de CEO. In de afgelopen jaren is de focus binnen onderzoek naar strategische besluitvorming verschoven van louter demografische kenmerken naar de persoonlijkheidskenmerken van CEO's, die beter kunnen verklaren waarom CEO's bepaalde keuzes maken of zich op een bepaalde manier gedragen. Deze studie speelt in op deze verschuiving en onderzoekt de invloed van de Big Five persoonlijkheidskenmerken van CEO's op de kapitaalstructuur bij 234 Belgische bedrijven. Als maatstaf voor de kapitaalstructuur wordt de schuldgraad gebruikt, gedefinieerd als de verhouding tussen het vreemd vermogen en het eigen vermogen van de onderneming. Uit het onderzoek blijkt dat de big five persoonlijkheidskenmerken geen significante invloed hebben op de kapitaalstructuur van de onderneming gemeten aan de hand van de logaritmische schuldgraad ( $D/E$ ). In tegenstelling tot wat de literatuur suggereert, laat de verwerping van de hypothesen zien dat de persoonlijkheid van CEO's in de beslissingen omtrent de kapitaalstructuur geen doorslaggevende rol speelt. Daarentegen hadden twee bedrijfsgerelateerde variabelen wel een significante negatieve invloed op de logaritmische schuldgraad. Deze bevindingen duiden op een groter belang van bedrijfsspecifieke factoren dan de persoonlijkheidskenmerken die doorslaggevend zijn voor beslissingen omtrent de kapitaalstructuur.

# Inhoudstabel

|                                                                                               |           |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>Abstract.....</b>                                                                          | <b>1</b>  |
| <b>1. Inleiding.....</b>                                                                      | <b>3</b>  |
| <b>2. Theoretisch kader &amp; hypothese ontwikkeling.....</b>                                 | <b>6</b>  |
| <b>2.1 Upper Echelon Theory en financiële besluitvorming.....</b>                             | <b>6</b>  |
| <b>2.2 De rol van de Big Five persoonlijkheidskenmerken in financiële besluitvorming.....</b> | <b>7</b>  |
| 2.2.1 Openheid voor ervaring.....                                                             | 7         |
| 2.2.2 Gewetensvolheid.....                                                                    | 8         |
| 2.2.3 Extraversie.....                                                                        | 9         |
| 2.2.4 Vriendelijkheid.....                                                                    | 10        |
| 2.2.5 Neuroticisme.....                                                                       | 11        |
| <b>3. Methodologie.....</b>                                                                   | <b>13</b> |
| <b>3.1 Sample en gegevensbronnen.....</b>                                                     | <b>13</b> |
| <b>3.2 Meting van variabelen.....</b>                                                         | <b>13</b> |
| 3.2.1 Afhankelijke variabelen.....                                                            | 13        |
| 3.2.2 Onafhankelijke variabelen.....                                                          | 14        |
| 3.2.3 Controle variabelen.....                                                                | 15        |
| <b>3.3 Onderzoeksmodel.....</b>                                                               | <b>16</b> |
| <b>4. Resultaten.....</b>                                                                     | <b>17</b> |
| <b>4.1 Beschrijvende statistiek.....</b>                                                      | <b>17</b> |
| <b>4.2 Correlatie.....</b>                                                                    | <b>18</b> |
| <b>4.3 Meervoudige regressieanalyse.....</b>                                                  | <b>19</b> |
| <b>5. Conclusie.....</b>                                                                      | <b>21</b> |
| <b>5.1 Discussie van de resultaten.....</b>                                                   | <b>21</b> |
| <b>5.2 Beperkingen van het onderzoek en aanbevelingen voor toekomstig onderzoek.....</b>      | <b>23</b> |
| <b>Referenties.....</b>                                                                       | <b>26</b> |

# 1. Inleiding

Eén van de belangrijkste strategische beslissingen binnen een onderneming is de kapitaalstructuur, een beslissing die sterk wordt beïnvloedt door de CEO (Kumar, Colombage, & Rao, 2017). De kapitaalstructuur verwijst naar de wijze waarop een onderneming haar activiteiten financiert, door middel van de verhouding van vreemd vermogen tot eigen vermogen (Atkinson, Baird, & Frye, 2003; Pandey, 2010). Stewart C. Myers (2001) definieert de kapitaalstructuur als een combinatie van schuld en eigen vermogen, waarbij schuld bestaat uit zowel lang- als kortlopende schulden, terwijl eigen vermogen bestaat uit gestort kapitaal, reserves en ingehouden winsten (De Silva & Banda, 2022). Kapitaalstructuur is van groot belang, aangezien een verkeerde verhouding tussen eigen vermogen en vreemd vermogen ernstige gevolgen kan hebben voor het voortbestaan van de onderneming (Alqatamin, Aribi, & Arun, 2017). Het vinden van de juiste debt-to-equity ratio, berekend door de totale schulden op korte- en lange termijn te delen door het eigen vermogen, blijft daarom nog steeds een actueel onderzoeksdomein (Ayres & Dolvin, 2019). Het is daarom essentieel om de factoren te kennen die de financiële beslissingen van een organisatie beïnvloeden (Kumar et al., 2017).

De Upper Echelons-theorie suggereert dat strategische beslissingen, zoals het bepalen van de kapitaalstructuur, en resultaten gedeeltelijk worden bepaald door de CEO van de onderneming (Liu, Fisher, & Chen, 2018). De ervaringen, waarden en persoonlijkheden van de leidinggevende beïnvloeden sterk hoe leidinggevendens gebeurtenissen ervaren en kunnen een invloed hebben op strategische besluitvormingsprocessen en dus over de prestaties van de organisatie (Hambrick, 2007). Aangezien CEO's de belangrijkste beslissers zijn met betrekking tot besluitvorming over de kapitaalstructuur hebben eerdere studies zich talrijk gefocust op hoe zowel demografische kenmerken van CEO's, zoals leeftijd, geslacht en dualiteit als bedrijfskenmerken, zoals winstgevendheid, bedrijfsgrootte en tastbaarheid, de kapitaalstructuur van de onderneming beïnvloedt. Maar deze kenmerken blijken onvoldoende om het gedrag van CEO's te verklaren vanwege het "black box-probleem". Demografische kenmerken kunnen namelijk leiden tot te simplistische voorspellingen van het gedrag van leiders (Hambrick, 2007; Lawrence, 1997; Xie, Nozawa, & Managi, 2023).

Om het gedrag van CEO's beter te kunnen verklaren, is in de afgelopen jaren de focus binnen onderzoek naar strategische besluitvorming verschoven van louter demografische kenmerken naar de persoonlijkheidskenmerken van CEO's, die beter kunnen verklaren waarom ze bepaalde keuzes maken of zich op een bepaalde manier gedragen (Samimi, Cortes, Anderson, & Herrmann, 2022). Persoonlijkheidskenmerken van CEO's worden voorgesteld als de subjectieve lenzen waardoor CEO's strategische situaties bekijken, belangrijke initiatieven nemen en beslissen over reacties op veranderingen in de bedrijfsomgeving (Nadkarni & Herrmann, 2010). Persoonlijkheidspsychologie ziet persoonlijkheidskenmerken als: "de patronen van gedachten, gevoelens en gedragen die de neiging weerspiegelen om op bepaalde manieren te reageren in bepaalde omstandigheden" (Roberts, 2009). Eén van de belangrijkste uitdagingen van managementstudies is het verkrijgen

van geldige en betrouwbare informatie van hun persoonlijkheidskenmerken. Zoals Hambrick (2007) impliceert, vereist dit extreem indringende toegang tot CEO's, die over het algemeen niet graag zichzelf onderwerpen aan wetenschappelijk onderzoek.

Binnen deze groeiende literatuur is er reeds bewijs gevonden voor de invloed van verschillende persoonlijkheidskenmerken op strategische beslissingen van CEO's. Zo toonde het onderzoek van Chan en Cheung (2016) aan dat extraversie een positieve invloed had op de intensiteit van fusie- en overnameactiviteiten. Daarnaast is er aangetoond dat persoonlijkheidskenmerken zoals narcisme, overmoed, optimisme en risicomijdend gedrag een invloed hebben op de kapitaalstructuur van de onderneming (Fedorova, Nevredinov, & Drogovoz, 2024; Lartey, Kesse, & Danso, 2020; Marwan & Sedeek, 2018). Verder onderzochten L. Wang, Li, en Mu (2022) het effect van CEO-narcisme op R&D investeringen en Hatoum (2021) deed onderzoek naar de invloed van CEO-overmoed op de bedrijfsinvesteringen. Hoewel deze bevindingen erop wijzen dat persoonlijkheidskenmerken relevant zijn voor de verklaring van strategische en financiële beslissingen, ontbreekt de benadering van één van de belangrijkste modellen om menselijke gedrag te analyseren, namelijk de Big Five persoonlijkheidskenmerken.

De Big Five persoonlijkheidskenmerken (extraversie, vriendelijkheid, openheid, gewetensvolheid & neuroticisme) worden wereldwijd toegepast in verschillende culturen en talen en vertonen een relatieve stabiliteit in de tijd, waardoor ze optimaal geschikt zijn als voorspellers van het gedrag van CEO's (John & Srivastava, 1999). Bovendien vertegenwoordigen deze vijf dimensies de breedste abstracte categorieën van persoonlijkheid en omvatten ze een reeks specifieke kenmerken (Saucier, 1997). Eerdere studies hebben aangetoond dat dit model een goede basis biedt voor de relatie tussen persoonlijkheidskenmerken en leiderschapsgedragingen (Judge, Bono, Ilies, & Gerhardt, 2002). Hoewel er recent al eerder onderzoek binnen het domein van strategische besluitvorming heeft aangetoond dat de Big Five persoonlijkheidskenmerken samenhangen met strategische flexibiliteit en ondernemingsprestaties (Aabo, Pantzalis, Park, Trigeorgis, & Wulff, 2024; Xie et al., 2023), is hun toepassing in onderzoek naar de kapitaalstructuur nog zeer beperkt. Gezien hun prominente positie in psychologisch onderzoek (Boag, 2011; Goldberg, 1993), is in deze studie gekozen om de Big Five persoonlijkheidskenmerken als basis te gebruiken.

Ondanks de waardevolle inzichten die voorgaande onderzoeken hebben opgeleverd, blijft de kennis over de invloed van de Big Five persoonlijkheidskenmerken op de kapitaalstructuur van een onderneming zeer beperkt en gefragmenteerd. De meerderheid van de studies focussen zich op afzonderlijke persoonlijkheidskenmerken zoals extraversie of narcisme, waardoor een analyse van alle vijf dimensies in relatie tot de kapitaalstructuur ontbreekt.

Deze studie onderzoekt daarom het effect van de Big Five persoonlijkheidskenmerken (extraversie, vriendelijkheid, openheid, gewetensvolheid & neuroticisme) van een CEO op de kapitaalstructuur van een onderneming met als doel te verklaren welke CEO-Big Five persoonlijkheidskenmerken van belang zijn voor strategische besluitvorming, met namen hoe ze de kapitaalstructuur van een onderneming beïnvloeden. Hoewel de Big Five persoonlijkheidskenmerken een brede populariteit

geniet in psychologisch onderzoek, wordt het nog maar beperkt gebruikt in economisch onderzoek (Almlund, 2011). De onderzoeksvraag is daarom als volgt: ***"Wat is de invloed van de Big Five persoonlijkheidskenmerken van CEO's op de kapitaalstructuur van de onderneming?"***

Deze onderzoeksvraag wordt beantwoord aan de hand van een kwantitatieve analyse, waarbij een meervoudige regressieanalyse wordt uitgevoerd op een steekproef van 234 Belgische ondernemingen. Hierbij wordt de invloed van elk van de Big Five persoonlijkheidskenmerken geanalyseerd op de kapitaalstructuur, gemeten aan de hand van de logaritmische schuldgraad. Hoewel in de literatuur bewezen is dat persoonlijkheidskenmerken van CEO's een invloed uitoefenen op strategische beslissingen zoals fusies en overnames (Chan & Cheung, 2016) en investeringen (Hatoum, 2021; L. Wang et al., 2022), tonen de bevindingen geen significante invloed van de Big Five persoonlijkheidskenmerken op de kapitaalstructuur.

Door het effect van deze persoonlijkheidskenmerken te onderzoeken, wordt inzicht verschaft in hoe CEO-persoonlijkheden strategische beslissingen beïnvloeden met betrekking tot de kapitaalstructuur. Deze informatie kan belangrijke input zijn voor investeerders, aandeelhouders en beleidsmakers over de mogelijke verwachte financiële beslissingen en risico's en bij het maken van oordelen over CEO's en hun mogelijke effect op de financiële positie van een organisatie. Ten slotte kunnen organisaties in de opvolging van een leidinggevende strategische keuzes maken op basis van de gewenste persoonlijkheidskenmerken van de CEO en de samenhangende financiële beleidskeuzes die ze maken.

## 2. Theoretisch kader & hypothese ontwikkeling

### 2.1 Upper Echelon Theory en financiële besluitvorming

De *Upper Echelons Theory* (UET) stelt dat strategische keuzes en organisatorische uitkomsten worden beïnvloed door de waarden, ervaringen en persoonlijkheden van topbestuurders (Hambrick & Mason, 1984). De individuele perceptie waarmee deze bestuurders een objectieve situatie waarnemen, is het resultaat van hun ervaring, waarden en persoonlijkheid, wat zich vervolgens vertaalt in strategische besluitvorming en uiteindelijk de prestatie van de onderneming beïnvloedt (Hambrick, 2007; Liu et al., 2018). Naast hun formele macht spelen ook de persoonlijkheidskenmerken van CEO's een significante invloed op het bepalen van de strategische richting en prestaties van hun organisaties (Harrison & Malhotra, 2024).

Sinds de UET voor het eerst werd geïntroduceerd door Hambrick en Mason (1984), speelt het een cruciale rol in onderzoek naar het gedrag en de beslissingen van leidinggevendenden (Samimi et al., 2022). Empirisch onderzoek heeft sindsdien ook geleidelijk aan bewijs geleverd met betrekking tot de bijdrage van topbestuurders aan strategische beslissingen en organisatorische prestaties (G. Wang, Holmes Jr, Oh, & Zhu, 2016). CEO's staan hierbij centraal omdat zij rechtstreeks invloed kunnen uitoefenen op strategische keuzes van de organisatie (Carpenter, Geletkanycz, & Sanders, 2004) en hun beslissingen verregaande gevolgen hebben in verschillende financiële besluitvormingsprocessen. Het onderzoek van Oliver (2005) ondersteunt zoals veel onderzoeken de UET en bevestigt dat de persoonlijkheidskenmerken van CEO's een invloed hebben op de kapitaalstructuur van een onderneming.

Een van de belangrijkste strategische keuzes waar CEO's verantwoordelijk voor zijn, is het nemen van beslissingen omtrent de kapitaalstructuur van een onderneming, oftewel de verhouding tussen schuld en eigen vermogen waarmee een bedrijf haar activiteiten financiert (Atkinson et al., 2003; Pandey, 2010). Beslissingen omtrent de kapitaalstructuur zijn van groot belang omdat ze directe gevolgen hebben voor het rendement op eigen vermogen, het risico voor aandeelhouders en de marktwaarde van aandelen (Alqatamin et al., 2017; Frank & Goyal, 2009; Salawu & Agboola, 2008). Daarnaast hebben bedrijven met een kapitaalstructuur dicht bij het optimale niveau een grotere kans op succes en overleving dan bedrijven die daarvan afwijken (Chung, Na, & Smith, 2013). De Upper Echelon Theorie beweert dat complexere beslissingen, zoals financieringsbeslissingen over de kapitaalstructuur van een onderneming, meer invloed ervaren van de persoonlijkheidskenmerken van CEO's (Ting, Azizan, & Kweh, 2015).

Aangezien het vermogen van CEO's om de financiële doelstellingen van de onderneming te bereiken is gebaseerd op hun emotionele en cognitieve vermogen (Marwan & Sedeek, 2018), is het van groot belang om de relatie tussen persoonlijkheidskenmerken en leiderschapbeslissingen te onderzoeken. Persoonlijkheidskenmerken van CEO's vormen een subjectieve bril waardoor zij strategische situaties bekijken, belangrijke initiatieven nemen en beslissen over reacties op veranderingen in de externe omgeving van hun onderneming (Nadkarni & Herrmann, 2010). De persoonlijkheidspsychologie veronderstelt vijf basis persoonlijkheidsfactoren, namelijk openheid

voor ervaring, gewetensvolheid, extraversie, vriendelijkheid en neuroticisme (John & Srivastava, 1999). Dit model, bekend als het *Five-Factor Model* (FFM) en later de Big Five, is het meest invloedrijke en geaccepteerde model in persoonlijkheidsonderzoek (Bainbridge, Ludeke, & Smillie, 2022; Boag, 2011; Goldberg, 1993). Dit omwille van hun stabiele en universele karakter dat het in de loop van de tijd heeft gekregen (John & Srivastava, 1999). Deze persoonlijkheidskenmerken kunnen worden gegroepeerd onder het acroniem OCEAN (openheid voor ervaring, gewetensvolheid, extraversie, vriendelijkheid, neuroticisme) (Aabo et al., 2024).

Eerdere studies bevestigen dat het raamwerk van de Big Five persoonlijkheidskenmerken een sterke ondersteuning biedt voor het feit dat er een samenhang is tussen deze CEO kenmerken en leiderschapsgedragingen (Aabo et al., 2024; Judge et al., 2002). Het onderzoek van Xie et al. (2023) heeft vastgesteld dat de Big Five persoonlijkheidskenmerken (openheid voor ervaring, gewetensvolheid, extraversie, vriendelijkheid, consciëntieusheid) belangrijke componenten zijn van de persoonlijkheidskenmerken van topbestuurders. Hun bevindingen wezen op een sterk verband tussen de persoonlijkheidskenmerken van CEO's en strategische keuzes.

## **2.2 De rol van de Big Five persoonlijkheidskenmerken in financiële besluitvorming**

De Big Five persoonlijkheidskenmerken vormen in deze studie het uitgangspunt om de invloed van CEO-persoonlijkheid op de financiële besluitvorming, namelijk voor de kapitaalstructuur te analyseren. Elk van de 5 kenmerken heeft zijn specifieke gedrags- en denkpatronen die kunnen verklaren waarom CEO's bepaalde beslissingen nemen. De financiële beslissing om de kapitaalstructuur te bepalen is vaak complex, onzeker en risicovol. CEO's met verschillende persoonlijkheidskenmerken zullen anders omgaan met deze situatie en zullen een andere invloed hebben op de uiteindelijke beslissing. In het vervolg van deze masterproef wordt per persoonlijkheidskenmerk nagegaan welke eigenschappen eraan toebehoren en de verwachte invloed ervan op de kapitaalstructuur.

### **2.2.1 Openheid voor ervaring**

Openheid voor ervaring is een persoonlijkheidskenmerk dat nauw verbonden is met intellectuele nieuwsgierigheid, creativiteit en de bereidheid om op nieuwe manieren te denken en innovatieve inzichten te genereren (John & Srivastava, 1999; Judge et al., 2002). De bevindingen van Bono en Judge (2004) stellen dat personen die een hoge score voor openheid voor ervaring halen een sterke verbeeldingskracht hebben, bestaande ideeën durven uitdagen en een overtuigende toekomstvisie voor de onderneming kunnen uitwerken. Bovendien kunnen ze zich snel aanpassen aan veranderende omstandigheden of situaties, omdat ze leren zien als een continu proces (DeYoung, Peterson, & Higgins, 2005; McCrae, 1987).

Binnen ondernemingen en managementstructuren speelt openheid voor ervaring een cruciale rol in zowel leiderschap als strategische besluitvorming (Judge et al., 2002). CEO's met een open houding zijn vaak transformationeel in hun leiderschap (Judge & Bono, 2000). Ze kijken verder dan de dagdagelijkse werkzaamheden en richten zich op het ontwikkelen van lange termijn doelstellingen (Bono & Judge, 2004). Volgens het onderzoek van O'Reilly III, Caldwell, Chatman, en Doerr (2014)

stelt hun dit in staat om een organisatiecultuur te creëren waarin innovatie, wendbaarheid en risico nemen centraal staat. Nadkarni en Herrmann (2010) vinden op hun beurt dat ondernemingen met open CEO's sneller en flexibeler inspelen op veranderingen in de markt en daardoor beter presteren. Dit is ook een gevolg van het vermogen om open te staan voor verschillende perspectieven, wat hun helpt om onderbouwde beslissingen te nemen en effectiever te reageren op veranderingen (Costa & McCrae, 1988; Judge, Thoresen, Pucik, & Welbourne, 1999; Spreitzer, McCall Jr, & Mahoney, 1997).

Op strategisch niveau is openheid positief gecorreleerd met innovatieve bedrijfsstrategieën en de neiging tot risicobereidheid in het topmanagementteam (Peterson, Smith, Martorana, & Owens, 2003). Het onderzoek van Xie et al. (2023) bevestigt dat openheid een positieve invloed heeft op innovatieactiviteiten en ook op het nemen van financiële risico's. Innovatieve bedrijven kiezen er meestal voor om minder schulden aan te gaan omdat dit hun meer strategische flexibiliteit geeft om innovatieve kansen effectief te benutten (Juul Andersen, 2009). Daarnaast stelt Bartoloni (2013) dat innovatie de schuldgraad verlaagt omdat succesvolle innovaties leiden tot minder nood aan externe schuldfinanciering. Ze kunnen dan vaker rekenen op interne winststromen om hun verdere investeringen te financieren. Het onderzoek van O'brien (2003) bevestigt die conclusie en suggereert dat innovatieve ondernemingen meer interne middelen genereren waardoor ze minder afhankelijk zijn van externe schuldfinanciering. Ondernemingen met een hogere risicobereidheid die wendbaar willen zijn, kiezen er vaak voor om minder schulden aan te gaan om financiële flexibiliteit te behouden en solvabiliteitsproblemen te voorkomen (Wahome, Memba, & Muturi, 2015). Aangezien CEO's die open staan voor ervaring gekenmerkt worden flexibel te zijn en een voorkeur te hebben voor innovatie kunnen we verwachten dat zij minder schulden zullen aangaan en er dus een lagere schuldgraad zal zijn.

H1: Er is een negatieve relatie tussen de openheid voor ervaring van CEO's en de schuldgraad van de onderneming

### 2.2.2 Gewetensvolheid

Gewetensvolheid wordt gekenmerkt door eigenschappen als hardwerkend, betrouwbaar, verantwoordelijk en ordelijk (John & Srivastava, 1999; Judge et al., 2002). Gewetensvolle personen tonen een sterk verantwoordelijkheidsgevoel en zijn georganiseerd in de acties die ze ondernemen (Costa & McCrae, 1992; Jackson et al., 2010). Bono en Judge (2004) suggereren daarnaast dat gewetensvolle leiders een sterk gevoel hebben voor richting, zelfdiscipline, volharding en prestatiemotivatie. Volgens O'Reilly III et al. (2014) bevorderen zeer gewetensvolle CEO's een cultuur van regelgeving, procedures en nauwkeurigheid binnen hun onderneming. Ze houden zich aan vooropgestelde regels om onzekerheid te vermijden (Nadkarni & Herrmann, 2010).

Binnen de zakelijke omgeving worden gewetensvolle CEO's geassocieerd met betere werkprestaties en betrouwbaarheid omdat ze hun afspraken nakomen, zorgvuldig werken en zich houden aan regels (Bono, Shen, & Yoon, 2014; Mount & Barrick, 1995). Dit komt doordat gewetensvolle leiders worden gekenmerkt door het hebben van duidelijke doelen en hun toewijding aan deze doelen (Gellatly, 1996). Volgens Barrick, Mount, en Strauss (1993); Goldberg (2013) werken ze hard bij zowel het vaststellen van de organisatiedoelen als het bereiken van de doelen. Dit komt doordat ze een hoge

zelfdiscipline hebben (O'Reilly III, Chatman, & Caldwell, 1991). Vervolgens eisen ze voldoening van prestaties, wat hen aantrekt tot resultaatgerichte en beloningsgerichte bedrijfsklimaten (O'Reilly III et al., 1991; Sheridan, 1992). Volgens het onderzoek van Ghader en Bigi (2015) maken deze eigenschappen dat gewetensvolle CEO's vertrouwen hebben in de capaciteiten om schulden zorgvuldig te beheren. Ze zijn minder geneigd tot roekeloos gedrag maar schrikken niet af van schuldfinanciering zolang het goed gepland is en past in hun doordachte strategie.

Hoewel deze eigenschappen in veel gevallen bijdragen aan succesvolle bedrijfsvoering, kunnen CEO's met een hoge score op gewetensvolheid zich in meer dynamische en onvoorspelbare omgevingen onvoldoende aanpassen (Aabo et al., 2024). Dit komt volgens Johnson, Lee, Saini, en Grohmann (2003) ook omdat ze een beperkter perspectief ontwikkeld hebben, waardoor ze minder flexibel zijn in hun strategische beslissingen. Een te hoog niveau van gewetensvolheid kan bijgevolg resulteren in inflexibiliteit en een focus op irrelevante details, wat uiteindelijk leidt tot nadelige gevolgen voor de prestaties (Le et al., 2011). Hoewel voorgaande studies geen direct verband leggen met de kapitaalstructuur zouden we uit hun bevindingen kunnen veronderstellen dat gewetensvolle CEO's strategische flexibiliteit belemmeren door hun voorzichtige en planmatige aanpak en daarom proactief kiezen voor een lagere schuldgraad zodat ze toekomstige risico's kunnen vermijden en de controle kunnen behouden.

Gewetensvolle personen zijn meestal voorzichtig en analytisch, wat volgens Judge, Piccolo, en Kosalka (2009) gepaard gaat met een lagere bereidheid om te innoveren en risico's te nemen. Het onderzoek van Xie et al. (2023) bevestigt dat gewetensvolle CEO's minder geneigd zijn te werken in ondernemingen met een innovatieve bedrijfscultuur of in ondernemingen met risicovolle investeringsstrategieën. Risicomijdende CEO's kiezen doorgaans voor een lagere schuldgraad dan risicovolle CEO's. Dit komt omdat een hogere schuldgraad het risico op financiële problemen en faillissement vergroot, vooral in periodes van verhoogde onzekerheid of volatiliteit (Alnajjar, 2015; Bessler, Drobetz, & Kazemieh, 2011). Milidonis en Stathopoulos (2014) bevestigen deze uitspraak en voegen eraan toe dat risicomijdende CEO's vaak de voorkeur geven aan financiële stabiliteit in plaats van overmatig schulden aan te gaan. Daarnaast vertrouwen risicomijdende CEO's eerder financiering met eigen vermogen dan het gebruik van externe leningen (Adeneye & Chu, 2020). Hierdoor worden schulden en de blootstelling aan financiële risico's beperkt en biedt dit meer flexibiliteit bij het reageren op ongunstige marktomstandigheden (Bilgehan, 2014).

H2: Er is een negatieve relatie tussen de gewetensvolheid van CEO's en de schuldgraad van de onderneming

### 2.2.3 Extraversie

Het derde persoonlijkheidskenmerk, extraversie, van de Big Five persoonlijkheidskenmerken beïnvloedt op zijn beurt ook de beslissingen van CEO's en de daaruit resulterende strategische keuzes van de onderneming (Chan & Cheung, 2016; Green, Jame, & Lock, 2019). CEO's met een hogere score op extraversie zijn sociaal, durven hun mening te uiten en de leiding te nemen, dit is positief gerelateerd aan sociale vaardigheden en interpersoonlijke competentie (Graziano & Eisenberg, 1997; John & Srivastava, 1999; Judge et al., 2002). Extraverte personen ervaren hoge niveaus van positieve gevoelens, zijn actief, levendig en zoeken actief sociale interacties op met

derden (Ashton, Lee, & Paunonen, 2002; Costa & McCrae, 1992). Dit is gunstig in situaties waar sociale vaardigheden vereist zijn (Tett & Burnett, 2003). Extraverte CEO's zijn besluitvaardiger en door hun groter vermogen om met verschillende stimuli gelijktijdig om te gaan, blinken ze vaker uit in complexe en uitdagende situaties (Matthews, Deary, & Whiteman, 2003).

Extraverte CEO's worden binnen de zakelijke omgeving geassocieerd met een hoog optimisme, klantgerichtheid en een hoge sociale aanwezigheid (O'Reilly III et al., 2014). Hun sociale en netwerkvaardigheden stellen hen in staat om een uitgebreid netwerk binnen en buiten hun organisatie te creëren (Nadkarni & Herrmann, 2010). Hun sociale betrokkenheid en zichtbaarheid kunnen helpen bij het creëren van een goede indruk van de onderneming in de hoofden van belanghebbenden (Nadkarni & Herrmann, 2010). Dankzij hun sociale vaardigheden en sterke netwerkrelaties hebben extraverte CEO's betere toegang tot schuldfinanciering tegen lagere kosten wat kan leiden tot het aangaan van meer schulden (Wu, Tian, & Wang, 2024).

Bovendien worden extraverte CEO's vaak geassocieerd met een grotere risicobereidheid en ambitie in strategische besluitvorming (Harrison & Malhotra, 2024). Dit wordt bevestigd door bevindingen dat extraverte CEO's de neiging hebben om meer risicovolle strategieën te hanteren (Lartey et al., 2020). Omdat extreem extraverte personen een kortstondig enthousiasme hebben, kunnen ze agressieve strategieën nastreven en vroegtijdige veranderingen doorvoeren als de resultaten van dergelijke strategieën niet snel zichtbaar worden (Judge et al., 2009).

Het onderzoek van Lartey et al. (2020) vertelt dat extraverte CEO's streven naar grote en zichtbare strategische stappen zoals fusies en overnames, wat aanzienlijke externe financiering vereist en dus vertaalt in grotere schulden. Daarnaast hebben ze een aangeboren neiging om risicovolle beslissingen te nemen waardoor ze geneigd zijn meer schuldfinanciering te gebruiken (Judge et al., 2002). Volgens het onderzoek van Z. Wang, Wang, Du, en Lin (2025) verlagen extraverte CEO's de kosten van schuldfinanciering (lagere rente) en verlengen ze de looptijd van leningen, wat schuldfinanciering aantrekkelijker maakt voor ondernemingen en dus verwacht wordt dat ze meer schulden aan zullen gaan.

H3: Er is een positieve relatie tussen de extraversie van CEO's en de schuldgraad van de onderneming

#### 2.2.4 Vriendelijkheid

Vriendelijkheid wordt gekenmerkt in termen van sympathie, aardigheid, dankbaarheid en zachtaardigheid (John & Srivastava, 1999). Daarnaast omvat vriendelijkheid ook eigenschappen zoals vertrouwen, aanpassingsvermogen, zorgzaamheid & bescheidenheid (Costa & McCrae, 1992; Judge et al., 2002) en wordt geassocieerd met een neiging tot samenwerking en het vermijden van conflicten (Graziano, Jensen-Campbell, & Hair, 1996; Hogan & Ones, 1997). Barrick, Stewart, en Piotrowski (2002) ondersteunt dit standpunt en bevestigt dat personen met een hoge vriendelijkheidscore liever meningsverschillen mijden en streven naar vreedzame relaties.

De voorkeur van vriendelijke CEO's om samen te werken heeft volgens Boudreau, Boswell, en Judge (2001) echter tot gevolg dat ze eerder zullen volgen in plaats van leiden. Ze creëren hierdoor een gebrek aan besluitvaardigheid omdat ze gemakkelijk kunnen toegeven aan de standpunten van

anderen (Judge et al., 2009; LePine & Van Dyne, 2001) en zelfs passief kunnen zijn (Nadkarni & Herrmann, 2010). Nadkarni en Herrmann (2010) stellen dat CEO's die een hoge mate van vriendelijkheid hebben door hun altruïstische aard, eerder conflicten vermijden en zich aanpassen aan andere waardoor de focus kan worden afgeleid van het bereiken van de strategische doelen van de onderneming. Volgens Aabo et al. (2024) zorgt dit conflictvermijdende gedrag ervoor dat zulke CEO's liever geen beslissingen nemen die spanningen kunnen veroorzaken. Daarom kiezen ze sneller voor veilige, minder risicovolle financieringsopties en vermijden ze hoge schulden die extra risico's met zich meebrengen.

Daarnaast zijn vriendelijke CEO's ook vaak bescheiden, een eigenschap die volgens Bass en Stogdill (1990); Goldberg (1993) over het algemeen niet geassocieerd wordt met effectief leiderschap. Judge et al. (2009) stellen vervolgens dat vriendelijke CEO's beter passen bij een onderneming die zich focust op stabiliteit en het naleven van bestaande structuren omdat ze minder snel drastische veranderingen of procesinnovaties zullen ondersteunen. CEO's die stabiliteit nastreven creëren een voorzichtige financiële strategie waarbij risico's door hoge schulden worden vermeden (Khoo, Vu, & Klusak, 2020). Daarnaast zijn CEO's die minder open zijn voor onverwachte veranderingen of innovaties doorgaans risicomijdend (Borghans, Golsteyn, Heckman, & Meijers, 2009). Uit onderzoek van Brisker en Wang (2017) blijkt dat risicomijdende CEO's liever financieren met ingehouden winsten of eigen vermogen dan extra schulden aan te gaan. CEO's die terughoudend zijn om innovatie te omarmen wijzen volgens Gao, Tang, en Zhang (2023) minder middelen toe aan R&D of andere innovatieprojecten waardoor de behoefte aan externe financiering (vaak schulden) om innovatie te financieren afneemt.

H4: Er is een negatieve relatie tussen de vriendelijkheid van CEO's en de schuldgraad van de onderneming

### 2.2.5 Neuroticisme

Neuroticisme beschrijft de mate van emotionele stabiliteit. Personen met een hoge mate van neuroticisme hebben doorgaans veel moeite om zich emotioneel aan te passen aan veranderende of stressvolle situaties (Judge et al., 2002). Daarnaast zijn ze gevoeliger voor negatieve gevoelens zoals angst, onzekerheid en depressie waardoor ze het moeilijk hebben om deze onder controle te houden (Nettle, 2006; Riggio, 1986). Het wordt beschouwd als een affectieve eigenschap Costa en McCrae (1988) en wordt geassocieerd met een verhoogde kwetsbaarheid voor negatieve emoties en een gebrek aan emotionele controle (Riggio, 1986). Volgens Peterson et al. (2003) zijn ze dan ook niet in staat om kalm en evenwichtig te blijven in stressvolle situaties. Daarnaast zijn personen met een lage score op neuroticisme beter aanpasbaar, flexibeler en hebben ze een beter vermogen om aandacht te besteden aan veranderende contexten (Wiggins, 1996).

In de zakelijke omgeving kan neuroticisme CEO's in staat stellen om veranderingen in de strategie te initiëren en strategische flexibiliteit te behouden (Herrmann & Nadkarni, 2014; Nadkarni & Herrmann, 2010). Volgens Xie et al. (2023) benadrukt dit de inconsistentie in het gedrag en de prestaties van neurotische topbestuurders. Aangezien neurotische personen het volgens Peterson et al. (2003) moeilijk vinden om kalm en evenwichtig te blijven onder stressvolle omstandigheden, vermindert dit gebrek aan flexibiliteit hun nood om veranderingen te implementeren en belemmert

het hun vermogen om te reageren op veranderingen in de omgeving (Aabo et al., 2024; Nadkarni & Herrmann, 2010). Inflexibele of risicomijdende CEO's geven vaak de voorkeur aan lagere schulden. Vaak overschatten ze de risico's die gepaard gaan met lenen en vermijden ze daarom het aangaan van meer schulden wat kan leiden tot een lagere schuldratio (Minh Ha, Ha, & Vuong, 2021; Odhiambo, Koske, & Limo, 2022). Daarnaast prioriteren zulke CEO's financiële flexibiliteit door meer liquide middelen en minder schulden aan te houden waardoor de schuldratio verder afneemt (Almaleeh, 2024; Minh Ha et al., 2021).

Volgens Bass en Stogdill (1990) zijn succesvolle leiders vaak emotioneel stabiel of hebben een lage mate van neuroticisme. Boudreau et al. (2001) bevestigen deze uitspraak en stellen dat emotionele stabiliteit is gerelateerd aan succesvol leiderschap, sociaal functioneren en het nemen van complexe beslissingen. Emotioneel stabiele personen blijven kalm wanneer ze worden geconfronteerd met moeilijke en stressvolle situaties (McCrae, 1987). Ze raken niet snel overweldigd of angstig en laten zich minder beïnvloeden door onduidelijke situaties. Doordat emotioneel stabiele CEO's minder snel beslissingen nemen op basis van angst of overmoed geven zij prioriteit aan schulden voor waarde creërende investeringen in tegenstelling tot wanneer CEO's emotioneel instabiel zijn. Daarnaast vertonen ondernemingen die geleid worden door emotioneel stabiele CEO's een grotere leverage, wat een bereidheid weerspiegelt om berekende risico's te nemen voor groei (Guo, Ding, Zhang, & Zhang, 2025).

Wat betreft de organisatiestrategie, voelen mensen met een laag neuroticisme zich aangetrokken tot innovatieve ondernemingen, omdat ze minder risicomijdend en aanpasbaarder zijn (Wiggins, 1996). Uit onderzoek blijkt dat ondernemingen met innovatiegerichte CEO's doorgaans hogere schulden aangaan om investeringen in R&D en groeistrategieën te financieren (Harasheh, Capocchi, & Amaduzzi, 2022). Zoals in voorgaande persoonlijkheidskenmerken al is aangehaald hebben risicomijdende CEO's de voorkeur om het gebruik van externe schulden te beperken, omdat dit het risico op financiële problemen vergroot wat leidt tot een lagere schuldratio (Adeneye & Chu, 2020; Yaghoubi, 2024). Risicomijdende managers vertrouwen doorgaans meer op intern eigen vermogen en ingehouden winsten dan op externe financiering, waardoor de schuldratio verder afneemt (Yaghoubi, 2024).

H5: Er is een negatieve relatie tussen het neuroticisme van CEO's en de schuldgraad van de onderneming

## 3. Methodologie

### 3.1 Sample en gegevensbronnen

Deze masterproef gebruikt een kwantitatieve benadering om de invloed van de Big five persoonlijkheidskenmerken van CEO's op de kapitaalstructuur van de onderneming te onderzoeken. Hiervoor werden empirische gegevens gebruikt afkomstig uit zowel primaire als secundaire data. De primaire gegevens over de Big Five persoonlijkheidskenmerken werden verzameld door middel van een cross-sectionele enquête die is uitgevoerd tussen maart 2022 en mei 2022. De secundaire gegevens zijn afkomstig uit de Bel-First-database van Bureau Van Dijk en bevatten financiële gegevens verzameld uit de jaarrekeningen van 524 Belgische bedrijven over een periode van 2019 tot en met 2023. Deze gegevens werden ter beschikking gesteld via het Research Center for Entrepreneurship and Family Firms (RCEF).

In overeenstemming met Graham, Harvey, en Puri (2013) worden enkel respondenten voor dit onderzoek geselecteerd die gedurende minstens vijf opeenvolgende jaren actief zijn als CEO in de onderneming. Hierdoor kunnen de persoonlijkheidskenmerken en het gedrag van de CEO voldoende invloed uitoefenen op het bedrijfsbeleid en de huidige kapitaalstructuur (Benischke, Martin, & Glaser, 2019).

Daarnaast worden de sectoren: bankieren, financiën, verzekeringen en beleggingstrusts ook uitgesloten van dit onderzoek, omdat deze bedrijven verplichte kapitaalvereisten hebben waaraan ze moeten voldoen. Daarom zullen de determinanten van de kapitaalstructuur, zoals de verhouding schulden tegenover het eigen vermogen, van deze bedrijven waarschijnlijk verschillen van de rest van de niet-financiële sectoren (Alqatamin et al., 2017; De Silva & Banda, 2022; Ting et al., 2015). Daarnaast worden bedrijven met onvolledige gegevens over de persoonlijkheid van de CEO, schuldfinanciering of andere essentiële variabelen uitgesloten. Uiteindelijk bleef er een dataset over van 234 bedrijven waarmee we aan de slag zijn gegaan in dit onderzoek. Dit zou volgens de a priori poweranalyse een voldoende grote dataset zijn voor een meervoudige regressieanalyse met 14 voorspellers, een significantieniveau van  $\alpha = 0.05$ , een verwachte effectgrootte van  $f^2 = 0.15$  en een power van 0.80 (Cohen, 1988).

### 3.2 Meting van variabelen

#### 3.2.1 Afhankelijke variabelen

In deze studie zal de schuldgraad als afhankelijke variabele gebruikt worden, aangezien deze maatstaf gewoonlijk wordt gebruikt om de kapitaalstructuur te berekenen (Kumar et al., 2017). Stewart C. Myers (2001) bevestigt dit en stelt vast dat het meeste onderzoek naar kapitaalstructuur zich focust op de verhouding tussen vreemd vermogen en eigen vermogen. De schuldgraad verwijst naar de mate waarin een bedrijf schulden gebruikt ten opzichte van eigen vermogen om zijn activiteiten en activa te financieren. Dit wordt doorgaans gemeten aan de hand van de "debt-to-equity ratio" die de verhouding meet tussen het totaal vreemd vermogen en het totaal eigen vermogen (Nuryani & Sunarsi, 2020). Een hogere debt-to-equity ratio betekent dat een bedrijf meer afhankelijk is van schulden dan van eigen vermogen, wat zowel het potentiële rendement als de risico's kan vergroten. Een ratio van 1 betekent dat het bedrijf evenveel vreemd vermogen als eigen

vermogen heeft; een ratio groter dan 1 wijst op een hogere schuldfinanciering ten opzichte van het eigen vermogen, terwijl een ratio onder 1 wijst op een financieringsstructuur met meer eigen vermogen dan vreemd vermogen.

De schuldgraad werd berekend als:  $(\text{eigen\_vermogen} > 0) * (\text{vreemd\_vermogen} / \text{eigen\_vermogen})$ . Op deze manier werd de schuldgraad enkel berekend voor bedrijven met een positief eigen vermogen. Indien dit niet het geval was, werd het resultaat nul. De bedrijven met een schuldgraad van nul ( $n=6$ ) werden uitgesloten van de analyse aangezien het berekenen van een schuldgraad voor bedrijven met een negatief eigen vermogen geen economische betekenis heeft en kan leiden tot onrealistische of misleidende resultaten in de regressieanalyse (Frank & Goyal, 2009; Rajan & Zingales, 1995).

Om uitschieters te detecteren werd de interkwartielafstand berekend en extreme waarden buiten deze grenzen werden gewinsoriseerd. Toch toonde de schuldgraad nog steeds een sterk positief scheve verdeling (skewness = 8,984; kurtosis = 104,350) en een significante afwijking van normaliteit volgens de Shapiro-Wilk-test ( $p < 0,001$ ). Daarom werd er een logaritmische transformatie uitgevoerd van de schuldgraad waardoor de verdeling normaal werd bevonden (skewness = 0,199; kurtosis = 0,860;  $p = 0,208$ ).

### 3.2.2 Onafhankelijke variabelen

De persoonlijkheidskenmerken van de CEO's zijn gemeten aan de hand van de Big Five Inventory (BFI), een zelfrapportageschaal ontworpen om de Big Five persoonlijkheidskenmerken te meten, ontworpen door Goldberg (1993). De BFI omvat een vragenlijst met 44 items die de Big Five persoonlijkheidskenmerken van respondenten meten (John, Donahue, & Kentle, 1991). Ze krijgen verschillende stellingen voorgelegd die elk een aspect van één van de vijf dimensies meet: openheid voor ervaring, gewetensvolheid, extraversie, vriendelijkheid en neuroticisme. Zo wordt openheid voor ervaring gemeten door stellingen als: "Is origineel, komt met nieuwe ideeën", "Heeft een actieve verbeelding" of als omgekeerde score: "Heeft voorkeur voor routinewerk".

Respondenten beoordelen deze verschillende stellingen op een 5-punts Likertschaal, variërend van 1 (zeer oneens) tot 5 (zeer eens). Deze schaal kwantificeert de mate van overeenstemming met elke stelling, wat een betrouwbare en valide meting van de verschillende persoonlijkheidskenmerken mogelijk maakt. Om de data juist te verwerken, werden vooraf alle omgekeerde scores omgevormd waarna per persoonlijkheidskenmerk het gemiddelde berekend werd van de bijhorende items. De BFI wordt frequent gebruikt in recente onderzoeken naar persoonlijkheidskenmerken (Kang et al., 2024).

Voorafgaand aan de regressieanalyse werd aan de hand van de interkwartielafstand alle uitschieters uit de dataset verwijderd. Daarnaast werd ook een Shapiro-Wilk-test uitgevoerd om de normaliteit te testen. Hoewel de resultaten aangaven dat de verdeling van de persoonlijkheidskenmerken afweken van de normaliteit ( $p < 0,05$ ), zijn de waarden voor skewness en kurtosis voor alle variabelen tussen -0.5 en 0.5, wat duidt op een aanvaardbare mate van symmetrie en spitsheid (Field, 2018; George, 2010). Gezien de relatief grote steekproef ( $n=234$ ) en de robuustheid van lineaire regressie

werd ervoor gekozen om de originele variabelen te behouden voor de analyse en deze niet te transformeren (Field, 2018).

### 3.2.3 Controle variabelen

Uit eerder empirisch onderzoek is gebleken dat beslissingen over kapitaalstructuur ook aanzienlijk kunnen worden beïnvloed door zowel bedrijfsspecifieke kenmerken als CEO-kenmerken. Om de invloed van versturende factoren op de relatie tussen de Big-Five persoonlijkheidskenmerken van CEO's en de kapitaalstructuur van organisaties te beperken, nemen we zowel CEO-gerelateerde als bedrijf-gerelateerde controlevariabelen op.

Zowel leeftijd, geslacht, opleidingsniveau als anciënniteit van de CEO zijn CEO-gerelateerde variabelen die volgens eerder onderzoek invloed hebben op financiële besluitvorming (Alqatamin et al., 2017; Barber & Odean, 2001; Chen, Zhang, & Liu, 2014; Chua, Ab Razak, Nassir, & Yahya, 2022; De Silva & Banda, 2022). De leeftijd van de CEO werd gecontroleerd op outliers via de interkwartielafstand en verwijderd indien de waarde lager lag dan 30,5 jaar of hoger dan 74,5 jaar. Hierna voldeed de verdeling aan de normaliteitsassumptie (Shapiro-Wilk:  $p > 0.05$ ). Het geslacht van de CEO is gedefinieerd aan de hand van dummyvariabelen die de waarde nul heeft voor vrouwelijke CEO's en één voor mannelijke CEO's. Het opleidingsniveau van de CEO's werd gemeten aan de hand van 5 categorieën (1 = lager of middelbaar onderwijs, 2 = professionele bachelor, 3 = executive MBA, 4 = academische master, 5 = PhD), waarbij een hogere waarde duidt op een hoger opleidingsniveau. De coëfficiënt kan dus geïnterpreteerd worden als de verandering in de schuldgraad per stijging in het opleidingsniveau. Aangezien er financiële data beschikbaar was over een periode van 5 jaar werden enkel CEO's opgenomen die minstens vijf jaar in de CEO-functie actief waren. Op deze manier kunnen de uitkomsten beter worden toegeschreven aan de aangestelde CEO en niet deels aan de periode van zijn voorganger.

De bedrijf-gerelateerde variabelen omvatten winstgevendheid, bedrijfsgroote, bedrijfsleeftijd en tastbaarheid gezien hun eerder aangetoonde invloed op de kapitaalstructuur (Alqatamin et al., 2017; Benischke et al., 2019; Chao, Hu, Munir, & Li, 2017; Kumar et al., 2017).

De winstgevendheid wordt gemeten aan de hand van de return on assets (ROA), berekend als de verhouding tussen bedrijfswinst en de totale activa. Na het verwijderen van de outliers vertoont de variabele een normale verdeling (skewness = 0.177, kurtosis = 0.144, Shapiro-Wilk  $p > 0.05$ ). De bedrijfsgrootte van de onderneming werd gemeten met behulp van de natuurlijke logaritme van de totale activa. Daarnaast werd de tastbaarheid berekend als de verhouding van vaste activa tot het totaal vermogen, omdat er geen onderscheid kon worden gemaakt tussen materiële en immateriële vaste activa, conform eerdere studies (Frank & Goyal, 2009). Tot slot werd de leeftijd van de onderneming berekend op basis van het oprichtingsjaar. De oorspronkelijke verdeling van deze variabele vertoont een sterk positieve scheefheid (skewness = 0.907) en was niet normaal verdeeld volgens de Shapiro-Wilk test ( $p < 0.001$ ). Daarom werd er een logaritmische transformatie toegepast waardoor de skewness (-0.281) en kurtosis (-0.482) aanzienlijk verbeterde. Hoewel de Shapiro-Wilk test aangeeft dat de variabele nog steeds niet normaal verdeeld is ( $p = 0.002$ ), wordt de afwijking volgens Hair (2019); Tabachnick (2013) binnen de sociale wetenschappen als

aanvaardbaar beschouwd bij een voldoende steekproefgrootte. Er is dan ook geen reden om de data aan te passen of te verwijderen.

Door deze controlevariabelen op te nemen in het regressiemodel, wordt de invloed van externe factoren gereduceerd en de robuustheid van de testen verhoogd.

### 3.3 Onderzoeksmodel

Er wordt gebruik gemaakt van een meervoudige lineaire regressie om de invloed van de onafhankelijke variabelen, de Big Five persoonlijkheidskenmerken, op de afhankelijke variabele, namelijk de schuldgraad, te onderzoeken.

Het regressiemodel ziet er als volgt uit:

$$\text{Schuldgraad}_i = \beta_0 + \beta_1 \text{Openheid}_i + \beta_2 \text{Gewetensvolheid}_i + \beta_3 \text{Extraversie}_i + \beta_4 \text{Vriendelijkheid}_i + \beta_5 \text{Neuroticisme}_i + \beta_n (\text{controlevariabelen}) + \varepsilon_i$$

## 4. Resultaten

### 4.1 Beschrijvende statistiek

Tabel 1 presenteert de beschrijvende statistieken voor de belangrijkste variabelen die in de regressieanalyse zijn opgenomen.

|                                   | N   | Minimum   | Maximum  | Gemiddelde | Standaarddeviatie |
|-----------------------------------|-----|-----------|----------|------------|-------------------|
| Schuldgraad (LOG)                 | 234 | -1.28     | 1.92     | 0.2185     | 0.45770           |
| Openheid voor ervaring            | 234 | 2.80      | 5.00     | 3.8966     | 0.45801           |
| Gewetensvolheid                   | 234 | 2.89      | 5.00     | 3.9345     | 0.45845           |
| Extraversie                       | 234 | 2.13      | 5.00     | 3.6800     | 0.59918           |
| Vriendelijkheid                   | 234 | 2.44      | 4.56     | 3.7333     | 0.44208           |
| Neuroticisme                      | 234 | 1.00      | 3.88     | 2.4060     | 0.57344           |
| Leeftijd CEO                      | 234 | 32        | 74       | 52.77      | 7.941             |
| Geslacht CEO (0 = vrouw; 1 = man) | 234 | 0         | 1        | 0.88       | 0.320             |
| Opleidingsniveau CEO              | 234 | 1         | 5        | 2.64       | 1.304             |
| Jaren in CEO-positie (LOG)        | 234 | 0.70      | 1.62     | 1.2087     | 0.22526           |
| Winstgevendheid (=ROA)            | 234 | -0.101351 | 0.215739 | 0.05931706 | 0.058535971       |
| Bedrijfsgrootte (LOG)             | 234 | 5.68      | 8.13     | 6.7698     | 0.47269           |
| Tastbaarheid                      | 234 | 0.00      | 0.72     | 0.2296     | 0.16740           |
| Bedrijfsleeftijd (LOG)            | 234 | 0.85      | 2.01     | 1.5312     | 0.24339           |

**TABEL 1 - BESCHRIJVENDE STATISTIEKEN**

De logaritmische schuldgraad in deze steekproef van 234 ondernemingen varieert tussen -1.28 en 1.92 met een gemiddelde van 0.22 en een standaarddeviatie van 0.46. Dit geeft weer dat er een aanzienlijke spreiding is in hun kapitaalstructuur. Een logaritmische schuldgraad van nul betekent dat de onderneming evenveel vreemd vermogen als eigen vermogen gebruikt. Aangezien het gemiddelde groter is dan nul (Gemiddelde = 0.2185) wordt er doorgaans meer vreemd vermogen gebruikt dan eigen vermogen.

De beschrijvende statistiek over de vijf persoonlijkheidskenmerken, gemeten op een schaal van 1 tot 5, laat zien dat respondenten gemiddeld hoog scoren op openheid voor ervaring (Gemiddelde = 3.90, SD = 0.46), gewetensvolheid (Gemiddelde = 3.93, SD = 0.46), extraversie (Gemiddelde = 3.68, SD = 0.60) en vriendelijkheid (Gemiddelde = 3.72, SD = 0.44). De score op neuroticisme ligt aanzienlijk lager (Gemiddelde = 2.41, SD = 0.57). Deze waarden geven aan dat de meeste CEO's in de steekproef zichzelf zien (of beoordeeld worden) als relatief open, ijverig, sociaal en coöperatief, terwijl ze over het algemeen emotioneel stabiel zijn (laag neuroticisme). Dit patroon komt overeen met eerdere bevindingen dat CEO's de neiging hebben om hoger dan gemiddeld te scoren op de eigenschappen vriendelijkheid, gewetensvolheid, extraversie, openheid en lager dan gemiddeld op neuroticisme (Aabo et al., 2024; Harrison, Thurgood, Boivie, & Pfarrer, 2020).

De demografische kenmerken van de CEO's laten zien dat de gemiddelde leeftijd 52.77 jaar is (SD = 7.941) waarbij de jongste 32 jaar en de oudste 74 jaar is. De overgrote meerderheid van de CEO's is mannelijk (88,5%). Het gemiddelde opleidingsniveau bedraagt 2.64 (op een schaal van 1 tot 5). Bijna 40% van de CEO's behaalde een academische master. De beschrijvende statistieken voor de bedrijfskenmerken vertellen daarnaast dat de gemiddelde logaritmische leeftijd van de onderneming

1.5312 is wat overeenkomt met een gemiddelde leeftijd van 38.35 jaar. De ondernemingen in de sample hebben een gemiddelde winstgevendheid van 5.93%. Een gemiddelde tastbaarheid van 0.2296 suggereert dat 22.96% van de activa bestaat uit vaste activa.

## 4.2 Correlatie

Om een eerste inzicht te verkrijgen in de relatie tussen de persoonlijkheidskenmerken van CEO's en de kapitaalstructuur van ondernemingen, werd een Pearson correlatieanalyse uitgevoerd. In tabel 2 zijn de Pearson-correlaties weergegeven tussen de variabelen uit het model. Uit de resultaten blijkt dat er geen van de big five persoonlijkheidskenmerken significant correleert met de afhankelijke variabele, de logaritmische schuldgraad van de onderneming. Wel werd er een correlatie gevonden tussen de schuldgraad en de winstgevendheid (ROA) van de onderneming ( $r = -0.356$ ,  $p < 0.001$ ). Deze resultaten kunnen geïnterpreteerd worden als een negatieve relatie: ondernemingen met een hogere winst zijn minder afhankelijk van schuldfinanciering. Daarnaast vertoont ook de leeftijd van de onderneming een negatieve relatie met de schuldgraad ( $r = -0.325$ ,  $p < 0.001$ ), wat suggereert dat oudere bedrijven doorgaans minder schulden hebben.

Tussen de Big Five persoonlijkheidskenmerken werden echter verschillende statistische significante correlaties waargenomen. Zo is openheid voor ervaring positief gecorreleerd met extraversie ( $r = 0.263$ ,  $p < 0.01$ ), terwijl neuroticisme negatief correleert met zowel extraversie ( $r = -0.341$ ,  $p < 0.001$ ), vriendelijkheid ( $r = -0.268$ ,  $p < 0.001$ ) en gewetensvolheid ( $r = -0.210$ ,  $p = 0.001$ ). Dit wijst op een patroon waarbij hogere niveaus van neuroticisme samenhangen met lagere scores op de andere Big Five persoonlijkheidskenmerken. De resultaten tonen dat sommige persoonlijkheidskenmerken licht met elkaar samenhangen maar deze correlaties zijn echter relatief laag en blijven onder de kritieke drempel met een absolute waarde van 0.8. Er is dus geen sprake van sterke lineaire afhankelijkheden die de regressieanalyse zouden kunnen verstoren. Dit wordt verder gecontroleerd door de multicollineariteit te meten aan de hand van de VIF-waarden in het regressiemodel (tabel 3).

|                                      | 1.    | 2.           | 3.           | 4.   | 5.    | 6.    | 7.           | 8.    | 9.    | 10.  | 11.  | 12.          | 13.   |
|--------------------------------------|-------|--------------|--------------|------|-------|-------|--------------|-------|-------|------|------|--------------|-------|
| 1. Schuldgraad (LOG)                 | 1     |              |              |      |       |       |              |       |       |      |      |              |       |
| 2. Openheid voor ervaring            | .100  | 1            |              |      |       |       |              |       |       |      |      |              |       |
| 3. Gewetensvolheid                   | -.091 | .100         | 1            |      |       |       |              |       |       |      |      |              |       |
| 4. Extraversie                       | .068  | <b>.263*</b> | <b>.173*</b> | 1    |       |       |              |       |       |      |      |              |       |
| 5. Vriendelijkheid                   | .100  | .092         | .115         | .099 | 1     |       |              |       |       |      |      |              |       |
| 6. Neuroticisme                      | -.009 | -            | -            | -    | -     | 1     |              |       |       |      |      |              |       |
| 7. Leeftijd CEO                      | -.064 | -.022        | .018         | .102 | -.004 | .059  | 1            |       |       |      |      |              |       |
| 8. Geslacht CEO (0 = vrouw; 1 = man) | .052  | .018         | -.074        | .011 | -     | -.004 | .114         | 1     |       |      |      |              |       |
| 9. Opleidingsniveau CEO              | -.093 | .014         | .078         | .031 | -.061 | -.065 | .084         | -     | 1     |      |      |              |       |
| 10. Jaren in CEO-positie (LOG)       | -.124 | .002         | -.093        | -    | .051  | .005  | <b>.468*</b> | .146* | -     | 1    |      |              |       |
| 11. Winstgevendheid (=ROA)           | -     | -.012        | .012         | .016 | -.047 | .088  | -.048        | -.034 | .000  | .088 | 1    |              |       |
| 12. Bedrijfsomvang (LOG)             | -.082 | .060         | .081         | .095 | -.044 | -     | .164*        | .055  | .121  | .021 | .014 | 1            |       |
| 13. Tastbaarheid                     | .036  | -.017        | -.004        | .019 | .088  | .027  | -.113        | -.030 | -     | .067 | .022 | -.026        | 1     |
| 14. Bedrijfsleeftijd (LOG)           | -     | -.116        | -.026        | -    | -.110 | .009  | .145*        | .034  | .148* | .081 | .004 | <b>.329*</b> | -.038 |

**TABEL 2 – PEARSON CORRELATIEMATRIX** \*  $p < .05$ , \*\*  $p < 0.001$

### 4.3 Meervoudige regressieanalyse

Om de invloed van de Big Five persoonlijkheidskenmerken van CEO's op de kapitaalstructuur van ondernemingen te analyseren werd een meervoudige regressieanalyse uitgevoerd waarbij de logaritmische schuldgraad (D/E) als afhankelijke variabele werd genomen. De onafhankelijke variabelen omvatten de Big Five persoonlijkheidskenmerken aangevuld met de controle variabelen.

Aangezien de correlatieanalyse in tabel 2 aantoonde dat sommige van de Big Five persoonlijkheidskenmerken onderling significante correlaties vertoonde, wordt er voorafgaand de regressieanalyse de multicollineariteit tussen de variabelen geëvalueerd. Hiervoor werden de Variance Inflation Factor en tolerantie-waarden bekeken. Zoals weergegeven in tabel 3 blijven alle VIF-waarden ruim onder de grenswaarde van 5, wat erop wijst dat er geen sprake is van multicollineariteit (Gujarati, 2002). Dit betekent dat alle variabelen voldoende onafhankelijk van elkaar zijn en ze de betrouwbaarheid van het regressiemodel niet zullen verminderen (Venugopal, Nerur, Yasar, & Rasheed, 2023).

De resultaten van de meervoudige regressieanalyse tonen aan dat het regressiemodel als geheel statistisch significant is ( $F(13, 220) = 6.212, p < 0.001$ ), wat erop wijst dat de variabelen samen een significante hoeveelheid variantie in de kapitaalstructuur verklaren. 22.5% (Adjusted R Square = 0.269) van de variantie in de afhankelijke variabele (logaritmische schuldgraad) wordt verklaard door het model. Dit betekent dat 22.5% van de verschillen in de logaritmische schuldgraad van ondernemingen verklaard kan worden door een combinatie van de opgenomen onafhankelijke variabelen en controle variabelen in het model.

Hoewel het model in zijn geheel een verklarende kracht heeft, blijkt dat geen van de Big Five persoonlijkheidskenmerken een significante invloed hebben op de kapitaalstructuur van de onderneming (alle p-waarden  $> 0.05$ ). Dit suggereert dat geen van de persoonlijkheidskenmerken een verklaring kan bieden voor het niveau van de schuldgraad in een onderneming. Daarentegen zijn er wel enkele controlevariabelen die een significante invloed hebben op de logaritmische schuldgraad, namelijk: winstgevendheid (ROA) en leeftijd van het bedrijf. De winstgevendheid (ROA) heeft een significant negatieve invloed op de schuldgraad ( $\beta = -0.342, p < 0.001$ ), wat betekent dat winstgevendere ondernemingen minder gebruik zouden maken van schuldfinanciering. Bedrijfsleeftijd is eveneens negatief geassocieerd met de schuldgraad ( $\beta = -0.308, p < 0.001$ ). Deze resultaten zijn in lijn met eerdere studies die bevestigen dat zowel de leeftijd van het bedrijf als de winstgevendheid een invloed hebben op de kapitaalstructuur van de ondernemingen (Frank & Goyal, 2009).

|                                      | Unstandardized<br>B     | Standard<br>error | Bèta  | t-waarde | p-waarde | VIF   |
|--------------------------------------|-------------------------|-------------------|-------|----------|----------|-------|
| Openheid voor<br>ervaring            | .061                    | .061              | .061  | 1.004    | .168     | 1.105 |
| Gewetensvolheid                      | -.111                   | .060              | -.111 | -1.843   | .316     | 1.090 |
| Extraversie                          | .030                    | .050              | .039  | .604     | .067     | 1.266 |
| Vriendelijkheid                      | .084                    | .065              | .081  | 1.287    | .546     | 1.193 |
| Neuroticisme                         | .039                    | .053              | .048  | .732     | .465     | 1.321 |
| Leeftijd CEO                         | .000                    | .004              | .006  | .087     | .931     | 1.484 |
| Geslacht CEO (0 =<br>vrouw; 1 = man) | .089                    | .088              | .062  | 1.014    | .312     | 1.133 |
| Opleidingsniveau<br>CEO              | -.023                   | .022              | -.066 | -1.080   | .281     | 1.135 |
| Jaren in CEO-<br>positie (LOG)       | -.221                   | .141              | -.109 | -1.574   | .117     | 1.442 |
| Winstgevendheid<br>(=ROA)            | -2.678                  | .460              | -.342 | -5.823   | < .001   | 1.041 |
| Bedrijfsgrootte<br>(LOG)             | .041                    | .061              | .043  | .673     | .502     | 1.206 |
| Tastbaarheid                         | .067                    | .162              | .025  | .414     | .679     | 1.060 |
| Bedrijfsleeftijd<br>(LOG)            | -.580                   | .119              | -.308 | -4.885   | < .001   | 1.198 |
| Modelinformatie                      | R Square                | 0.269             |       |          |          |       |
|                                      | Adjusted R <sup>2</sup> | 0.225             |       |          |          |       |
|                                      | F-waarde                | 6.212             |       |          |          |       |
|                                      | p-waarde                | < .001            |       |          |          |       |
|                                      | Durbin-Watson           | 2.043             |       |          |          |       |

**TABEL 3 – MEERVOUDIGE REGRESSIE ANALYSE**

## 5. Conclusie

Het belang van persoonlijkheidskenmerken van CEO's bij het beïnvloeden van hun besluitvorming is al meermaals aangetoond in de bestaande literatuur. Hoewel er voldoende bewijs is dat deze kenmerken een invloed hebben op strategische beslissingen zoals fusies en overnames (Chan & Cheung, 2016) en investeringen (Hatoum, 2021; L. Wang et al., 2022), is er relatief weinig aandacht besteed aan hun rol bij de keuze van de kapitaalstructuur (Fedorova et al., 2024; Lartey et al., 2020; Marwan & Sedeek, 2018). De persoonlijkheidskenmerken van CEO's en de economische gevolgen voor de bedrijfsstrategieën en -besluitvorming zijn uitgebreid besproken in de literatuur over hogere echelons. Hoewel deze bevindingen erop wijzen dat persoonlijkheidskenmerken relevant zijn voor de verklaring van strategische en financiële beslissingen, ontbreekt de benadering van één van de belangrijkste modellen om menselijke gedrag te analyseren, namelijk de Big Five persoonlijkheidskenmerken. Daarom baseert deze studie zich op de theorie van hogere echelons om de effecten van Big Five persoonlijkheidskenmerken op beslissingen over kapitaalstructuur te benadrukken.

### 5.1 Discussie van de resultaten

Hoewel het model significant is, tonen de resultaten van dit onderzoek aan dat de Big Five persoonlijkheidskenmerken geen significante invloed hebben op de kapitaalstructuur van de onderneming, gemeten aan de hand van de logaritmische schuldgraad. Deze bevinding is tegenstrijdig met eerder onderzoek waaruit blijkt dat de persoonlijkheidskenmerken van CEO's wel degelijk een belangrijke rol spelen in strategische besluitvorming (Aabo et al., 2024; Benischke et al., 2019; Chan & Cheung, 2016). Zo concludeerden Lartey et al. (2020) dat extraverte CEO's een positief, significant effect hebben op de schulden van de onderneming, wat verband houdt met hun grotere risicobereidheid en sociale overtuigingskracht. Hoewel de invloed van de andere vier Big Five persoonlijkheidskenmerken (openheid voor ervaring, gewetensvolheid, vriendelijkheid en neuroticisme) op de kapitaalstructuur gemeten aan de hand van de schuldgraad nooit specifiek onderzocht is geweest zou je op basis van de studie van Lartey et al. (2020) kunnen verwachten dat ze ook een invloed zouden hebben op financiële beslissingen zoals de keuze voor de kapitaalstructuur.

Zo wordt het persoonlijkheidskenmerk openheid voor ervaring gekoppeld aan eigenschappen als creativiteit, nieuwsgierigheid en innovatief (John & Srivastava, 1999; Judge et al., 2002). Personen die hoog scoren op dit kenmerk kunnen zich snel aanpassen aan veranderende omstandigheden, zijn toekomstgericht en bereid om risico's te nemen om innovatieve ideeën te realiseren (DeYoung et al., 2005; O'Reilly III et al., 2014; Xie et al., 2023). Hieruit zou geconcludeerd kunnen worden dat deze CEO's eerder strategische keuzes maken die gericht zijn op innovatie en flexibiliteit, waarbij een hoge schuldfinanciering deze flexibiliteit kan verhinderen (Juul Andersen, 2009). Schulden zouden het aanpassingsvermogen kunnen belemmeren bij het inspelen op nieuwe kansen waardoor werd verwacht dat openheid voor ervaring een negatieve relatie had met de schuldgraad van de onderneming.

Vervolgens wordt gewetensvolheid in de literatuur gelinkt aan eigenschappen zoals discipline, ordelijkheid, verantwoordelijkheidszin en toekomstgerichtheid (Barrick et al., 1993; Jackson et al., 2010). CEO's die hoog scoren op dit kenmerk, worden doorgaans gezien als voorzichtig en risico-avers (Judge et al., 2009; Xie et al., 2023). Deze risicomijdende houding zou ervoor kunnen zorgen dat ze minder snel geneigd zijn om te kiezen voor schuldfinanciering, vooral in onzekere of dynamische omgevingen, om zo financiële stabiliteit en controle te behouden. Vanuit dit perspectief zou er kunnen verwacht worden dat gewetensvolle CEO's minder snel opteren voor een hoge schuldgraad, gezien schuldfinanciering een hoger financieel risico met zich meebrengt.

Ook voor het persoonlijkheidskenmerk vriendelijkheid werd er een negatieve relatie verwacht met de kapitaalstructuur aangezien ze conflicten proberen vermijden en een voorkeur hebben voor stabiliteit voorkomen ze risicovolle financieringsopties en hoge schulden die risico's met zich mee kunnen brengen en zouden dus sneller neigen naar eigen vermogen of interne financiering (Aabo et al., 2024; Chao et al., 2017; Khoo et al., 2020). Daarnaast zijn vriendelijke CEO's terughoudender voor innovatie waardoor de behoefte aan externe financiering afneemt (Gao et al., 2023).

De laatste hypothese verwachtte een negatieve relatie tussen neuroticisme en de kapitaalstructuur van de onderneming. Dit werd verwacht omdat de literatuur neurotische CEO's vooropstelt als CEO's die niet goed kunnen omgaan met stressvolle situaties (Judge et al., 2002; Peterson et al., 2003), inflexibel zijn (Aabo et al., 2024) en risico's die gepaard gaan met lenen overschatten (Minh Ha et al., 2021; Odhiambo et al., 2022). Hierdoor zouden ze het aangaan van hoge schulden vermijden en de voorkeur geven aan financiële voorzichtigheid en lage schuldratio's. Daarnaast prioriteren zulke CEO's financiële flexibiliteit door meer liquide middelen en minder schulden aan te houden waardoor de schuldratio verder afneemt (Almaleeh, 2024; Minh Ha et al., 2021).

Een mogelijke verklaring voor het gebrek aan significante effecten in deze studie zou kunnen zijn dat de invloed van persoonlijkheidskenmerken op financiële beslissingen met betrekking tot de kapitaalstructuur minder rechtstreeks en eerder situationeel bepaald is, bijvoorbeeld afhankelijk van de bedrijfscultuur, sector of interne governanceprocessen (O'Reilly III et al., 2014). Dit sluit aan bij eerdere studies die aantonen dat persoonlijkheidskenmerken vaak alleen onder bepaalde omstandigheden een meetbare invloed uitoefenen op financiële beslissingen (Bamber, Jiang, & Wang, 2010; Huang & Kisgen, 2013). Ook kan het zijn dat persoonlijkheid eerder tot uiting komt in andere aspecten van bedrijfsvoering, zoals strategievorming, leiderschapsstijl of prestaties, dan in financiële structuurkeuzes. De resultaten van deze studie suggereren dat de invloed van de Big Five persoonlijkheidskenmerken op de kapitaalstructuur mogelijk op een indirecte manier plaatsvindt en beïnvloed wordt door factoren uit de omgeving en de context. Dit kan verklaren waarom de effecten in die onderzoek niet significant waren.

Ondanks de toenemende aandacht voor psychologische factoren in het verklaren van strategisch gedrag bij CEO's, tonen deze bevindingen aan dat financiële keuzes zoals kapitaalstructuur vooral beïnvloedt worden door bedrijfsspecifieke elementen. Zo toonde de resultaten dat winstgevendheid (ROA) en de leeftijd van de onderneming een significant negatieve invloed hebben op de

logaritmische schuldgraad. Winstgevendere ondernemingen zouden minder gebruik maken van schuldfinanciering alsook bedrijven die al langer bestaan. Deze resultaten zijn in lijn met eerdere studies die bevestigen dat zowel de leeftijd van het bedrijf als de winstgevendheid een invloed hebben op de kapitaalstructuur van de ondernemingen (Frank & Goyal, 2009; Marwan & Sedeek, 2018).

Dit onderzoek levert op deze manier een bijdrage aan de groeiende literatuur over de invloed van CEO-persoonlijkheidskenmerken op strategische besluitvorming, door aan te tonen dat de invloed van de Big Five persoonlijkheidskenmerken op een financiële beslissing zoals de kapitaalstructuur minder significant is dan werd verwacht. Hoewel eerdere literatuur bewijs leverde over een duidelijke link tussen bepaalde persoonlijkheidskenmerken zoals narcisme, overmoed, optimisme en risicomijdend gedrag en de strategische besluitvorming omtrent kapitaalstructuur, tonen de resultaten van deze studie aan dat de Big Five persoonlijkheidskenmerken overschaduwd worden door bedrijfsspecifieke elementen zoals winstgevendheid en de leeftijd van de onderneming. Dit kan worden toegeschreven aan het feit dat financiële keuzes vaak strikt gereguleerd worden en afhankelijk zijn van externe belanghebbende zoals banken en investeerders (Alqatamin et al., 2017; Bamber et al., 2010; O'Reilly III et al., 2014). Andere strategische keuzes, zoals het ontwikkelen van strategieën of een leiderschapsstijl, creëren meer ruimte voor persoonlijke visie en kwaliteiten van de CEO. Daarmee benadrukt dit onderzoek dat persoonlijkheidskenmerken inderdaad een interessante blik bieden om CEO-beslissingen te begrijpen, maar dat bij financiële keuzes de bedrijfsfactoren harder kunnen doorwegen dan individuele karaktereigenschappen door het strikter gereguleerde karakter van deze beslissingen.

## **5.2 Beperkingen van het onderzoek en aanbevelingen voor toekomstig onderzoek**

Dit onderzoek kent beperkingen die mogelijkheden bieden voor toekomstig onderzoek. Zo kunnen ondernemingen sterk beïnvloed worden door externe factoren als technologie, concurrentie, economie en financiële crisissen. Dit kan een invloed hebben op de kapitaalstructuur van de onderneming. De coronapandemie vormde vanaf 2020 een zware economische schok voor alle ondernemingen wereldwijd. Door de verminderde inkomsten in deze periode kwamen veel ondernemingen in liquiditeitsproblemen en waren genoodzaakt om meer te lenen om hun bedrijfsvoering te kunnen verderzetten (Aljundi, Ahmad, & Atta, 2024; Deyganto, 2022). Aangezien de secundaire financiële data die voor dit onderzoek gebruikt is afkomstig is van de periode tussen 2019-2023 zou dit mogelijke effecten kunnen gehad hebben op de resultaten van het onderzoek.

Aangezien er in dit onderzoek geen significant effect werd gevonden tussen de kapitaalstructuur van de onderneming en de Big Five persoonlijkheidskenmerken, werden de hypothesen niet geaccepteerd. Deze resultaten wijken grotendeels af van eerdere literatuur die wel bewijs vond voor de invloed van Big persoonlijkheidskenmerken op strategische beslissingen (Aabo et al., 2024; Xie et al., 2023). De studies die wel een significant verband vonden tussen de Big Five persoonlijkheidskenmerken en strategische beslissingen (Aabo et al., 2024; Xie et al., 2023) of

tussen andere persoonlijkheidskenmerken en de kapitaalstructuur (Fedorova et al., 2024; Lartey et al., 2020; Marwan & Sedeek, 2018) zijn echter grotendeels uitgevoerd buiten Europa, vaak in een ander ondernemingsklimaat en binnen een andere cultuur. Volgens de theorie van Hofstede is cultuur een belangrijke factor die de resultaten van het onderzoek zouden kunnen beïnvloeden (Chan & Cheung, 2016). Eerdere studies tonen aan dat de nationale cultuur een invloed heeft op financiële beslissingen. Sun, Ding, Guo, en Li (2016) en Chandrasena, Dai, Jayasekera, Mishra, en Uddin (2025) gebruiken de culturele dimensies 'mastery' (gericht op de controle over de omgeving) en 'embeddedness' (gericht op het gevoel van gebondenheid aan hun cultuur, tradities, normen en waarden) om te verklaren hoe de cultuur van een land invloed heeft op de kapitaalstructuur. Deze culturele waarden beïnvloedt de perceptie van risico's en voordelen van schulden, wat op zijn beurt de kapitaalstructuur beïnvloedt (Chandrasena et al., 2025). Aangezien deze studies suggereren dat nationale cultuur een belangrijke moderator is in de financiële besluitvorming, wordt aanbevolen om toekomstige onderzoeken te richten binnen Europese context. Het zou interessant zijn om te analyseren in welke mate culturele factoren een rol speelt in de relatie tussen CEO-persoonlijkheidskenmerken en de kapitaalstructuur van ondernemingen. Dit kan helpen om te verklaren waarom eerdere bevindingen niet reproduceerbaar zijn binnen Europese context en specifiek in België.

Hoewel deze studie de invloed van de Big Five persoonlijkheidskenmerken van de CEO op de kapitaalstructuur bestudeert, is het belangrijk om te benadrukken dat niet enkel de CEO verantwoordelijk is voor deze besluitvorming. Beslissingen omtrent de schuldgraad worden ook beïnvloed door andere factoren en komen meestal tot stand door gezamenlijk overleg tussen de leden van het topmanagementteam, vooral de CFO vervult hierin een belangrijke rol (Graham et al., 2013; Malmendier, Tate, & Yan, 2011). Bovendien wordt de kapitaalstructuur beïnvloed door een complex samenspel van verschillende factoren, zoals agencyproblemen tussen bestuurders en aandeelhouders, investeringsrisico's en externe marktomstandigheden (Fedorova et al., 2024). Slechts het analyseren van de persoonlijkheid van de CEO biedt geen compleet overzicht van hoe beslissingen binnen organisaties worden genomen. Toekomstige studies zouden de impact van persoonlijkheidskenmerken binnen het volledige topmanagementteam, inclusief de CFO, kunnen onderzoeken. Dit kan helpen om een beter inzicht te krijgen in hoe persoonlijkheidskenmerken, samen met de context van organisaties, invloed uitoefenen op strategische financiële keuzes.

Een aanzienlijke methodologische beperking van dit onderzoek is de keuze om leverage te meten aan de hand van boekhoudkundige ('boekwaarde') gegevens. Hoewel deze aanpak veel voorkomt in de literatuur en goed aansluit bij de manier waarop managers vaak naar schulden kijken (Graham & Harvey, 2001; Stewart C Myers, 1977), bestaat er discussie over de vraag of boekwaarde een nauwkeurige en relevante maatstaf is voor strategische financiële besluitvorming.

Critici beweren dat schuldratio's, zoals de schuldgraad, gebaseerd moeten zijn op de marktwaarde van de schuld- en eigenvermogen effecten van de onderneming (Stewart C. Myers, 2001). Volgens Barclay, Smith, en Morellec (2006) zou de marktwaarde een meer toekomstgerichte schatting van de financiële situatie van een onderneming geven. Dit komt omdat de marktwaarde de huidige

verwachtingen van investeerders over toekomstige kasstromen weergeeft (Barclay et al., 2006). Daarnaast kan het gebruik van de schuldgraad op basis van de marktwaarde beter aansluiten op de beslissingsprocessen van managers en investeerders, omdat financieringskeuzes vaak worden gemaakt op basis van de waardering van de markt en niet alleen op basis van historische boekwaarden (Frank & Goyal, 2009; Welch, 2011). Dit kan resulteren in een preciezere beoordeling van de werkelijke kapitaalstructuur.

Ten slotte bestaan er uiteenlopende definities van schulden en verschillende methoden om de kapitaalstructuur te meten, wat de vergelijkbaarheid van studies en de generaliseerbaarheid van onderzoeksresultaten kan bemoeilijken (Frank & Goyal, 2009). Voorgaand onderzoek heeft al kritisch nagedacht over de voordelen en nadelen van het toepassen van boekwaarde versus marktwaarde (Barclay et al., 2006; Stewart C. Myers, 2001), maar deze studies zijn uitgevoerd zonder duidelijk te bespreken hoe deze keuze van meetwaarden de sterkte en richting van verbanden met persoonlijkheidskenmerken beïnvloedt. Toekomstig onderzoek kan ervoor kiezen systematisch verschillende definities van kapitaalstructuur en schulden te vergelijken, waarbij zowel boekwaarde- als marktwaardemaatstaven in overweging worden genomen. Dit maakt het mogelijk om vast te stellen of de keuze van de meetmethode resulteert in consistente uitkomsten of dat variaties in definities van de kapitaalstructuur resulteren in verschillende interpretaties van strategische keuzes. Een benadering waarbij meerdere meetmethoden worden gecombineert en vergeleken, kan helpen om de methodologische robuustheid in dit onderzoeksgebied te verbeteren.

## Referenties

- Aabo, T., Pantzalis, C., Park, J. C., Trigeorgis, L., & Wulff, J. N. (2024). CEO personality traits, strategic flexibility, and firm dynamics. *Journal of Corporate Finance*, 84, 102524.
- Adeneye, Y., & Chu, E. Y. (2020). Managerial aversion and capital structure: Evidence from Southeast Asia. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 16(1), 155-183.
- Aljundi, N. A., Ahmad, A. B., & Atta, A. A. B. (2024). The Impact of Financial Leverage on the Profitability of Industrial Companies in Light of the Corona Pandemic, Evidence from Emerging Economies. *Wseas Transactions on Business and Economics*, 21(1), 665-675.
- Almaleeh, N. M. S. (2024). *The impact of CEO power on financial flexibility: the moderating effect of corporate governance*. University of Sadat City,
- Almlund, M. (2011). Personality Psychology and Economics.
- Alnajjar, M. I. M. (2015). Business risk impact on capital structure: A case of Jordan industrial sector. *Global Journal of Management and Business Research: C Finance*, 15(1), 1-7.
- Alqatamin, R. M., Aribi, Z. A., & Arun, T. (2017). The effect of the CEO's characteristics on EM: evidence from Jordan. *International Journal of Accounting & Information Management*, 25(3), 356-375. doi:10.1108/IJAIM-10-2016-0099
- Ashton, M. C., Lee, K., & Paunonen, S. V. (2002). What is the central feature of extraversion? Social attention versus reward sensitivity. *Journal of Personality and Social Psychology*, 83(1), 245.
- Atkinson, S. M., Baird, S. B., & Frye, M. B. (2003). Do female mutual fund managers manage differently? *Journal of Financial Research*, 26(1), 1-18.
- Ayres, D., & Dolvin, S. (2019). Determining Optimal Capital Structure. *Journal of financial education*, 45(2), 243-257.
- Bainbridge, T. F., Ludeke, S. G., & Smillie, L. D. (2022). Evaluating the Big Five as an organizing framework for commonly used psychological trait scales. *Journal of Personality and Social Psychology*, 122(4), 749.
- Bamber, L. S., Jiang, J., & Wang, I. Y. (2010). What's my style? The influence of top managers on voluntary corporate financial disclosure. *The Accounting Review*, 85(4), 1131-1162.
- Barber, B. M., & Odean, T. (2001). Boys will be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment\*. *The Quarterly Journal of Economics*, 116(1), 261-292. doi:10.1162/003355301556400
- Barclay, M. J., Smith, J., Clifford W, & Morellec, E. (2006). On the debt capacity of growth options. *The Journal of Business*, 79(1), 37-60.
- Barrick, M. R., Mount, M. K., & Strauss, J. P. (1993). Conscientiousness and performance of sales representatives: Test of the mediating effects of goal setting. *Journal of applied psychology*, 78(5), 715.
- Barrick, M. R., Stewart, G. L., & Piotrowski, M. (2002). Personality and job performance: Test of the mediating effects of motivation among sales representatives. *Journal of applied psychology*, 87(1), 43.
- Bartoloni, E. (2013). Capital structure and innovation: causality and determinants. *Empirica*, 40(1), 111-151.
- Bass, B. M., & Stogdill, R. M. (1990). *Bass & Stogdill's handbook of leadership: Theory, research, and managerial applications*: Simon and Schuster.
- Benischke, M. H., Martin, G. P., & Glaser, L. (2019). CEO equity risk bearing and strategic risk taking: The moderating effect of CEO personality. *Strategic management journal*, 40(1), 153-177.
- Bessler, W., Drobetz, W., & Kazemieh, R. (2011). Factors affecting capital structure decisions. *Capital structure and corporate financing decisions: theory, evidence, and practice*, 15, 17.
- Bilgehan, T. (2014). Psychological biases and the capital structure decisions: a literature review. *Theoretical & Applied Economics*, 21(12).
- Boag, S. (2011). Explanation in personality psychology: "Verbal magic" and the five-factor model. *Philosophical psychology*, 24(2), 223-243. doi:10.1080/09515089.2010.548319
- Bono, J. E., & Judge, T. A. (2004). Personality and transformational and transactional leadership: a meta-analysis. *Journal of applied psychology*, 89(5), 901.
- Bono, J. E., Shen, W., & Yoon, D. J. (2014). 10 Personality and Leadership: Looking Back, Looking Ahead. *The Oxford handbook of leadership and organizations*, 199.
- Borghans, L., Golsteyn, B. H., Heckman, J. J., & Meijers, H. (2009). Gender, Personality Traits and the Ellsberg Paradox1, 2.
- Boudreau, J. W., Boswell, W. R., & Judge, T. A. (2001). Effects of personality on executive career success in the United States and Europe. *Journal of vocational behavior*, 58(1), 53-81.

- Brisker, E. R., & Wang, W. (2017). CEO's inside debt and dynamics of capital structure. *Financial management*, 46(3), 655-685.
- Carpenter, M. A., Geletkanycz, M. A., & Sanders, W. G. (2004). Upper echelons research revisited: Antecedents, elements, and consequences of top management team composition. *Journal of Management*, 30(6), 749-778.
- Chan, A. W., & Cheung, H. Y. (2016). Extraversion, individualism and M&A activities. *International Business Review*, 25(1), 356-369.
- Chandrasena, S., Dai, S., Jayasekera, R., Mishra, T., & Uddin, G. S. (2025). CEO's Culture and Firms' Leverage Decisions. *European Financial Management*.
- Chao, C. C., Hu, M., Munir, Q., & Li, T. (2017). The impact of CEO power on corporate capital structure: New evidence from dynamic panel threshold analysis. *International Review of Economics & Finance*, 51, 107-120.
- Chen, Y., Zhang, X., & Liu, Z. (2014). Manager characteristics and the choice of firm "low leverage": Evidence from China. *American Journal of Industrial and Business Management*, 4(10), 573.
- Chua, M., Ab Razak, N. H., Nassir, A. M., & Yahya, M. H. (2022). Dynamic capital structure in Indonesia: does the education and experience of CEOs matter? *Asia Pacific Management Review*, 27(1), 58-68.
- Chung, Y. P., Na, H. S., & Smith, R. (2013). How important is capital structure policy to firm survival? *Journal of Corporate Finance*, 22, 83-103.
- Cohen, J. (1988). *Statistical power analysis for the behavioral sciences* (2 ed.). Hillsdale, N.J: Erlbaum.
- Costa, P. T., & McCrae, R. R. (1988). Personality in adulthood: a six-year longitudinal study of self-reports and spouse ratings on the NEO Personality Inventory. *Journal of Personality and Social Psychology*, 54(5), 853.
- Costa, P. T., & McCrae, R. R. (1992). Normal personality assessment in clinical practice: The NEO Personality Inventory. *Psychological assessment*, 4(1), 5.
- De Silva, R., & Banda, Y. K. W. (2022). Impact of CEO characteristics on capital structure: evidence from a frontier market. *Asian Journal of Business and Accounting*, 15(1).
- Deyganto, K. O. (2022). The effect of tax incentives practices on the sustainability of micro, small and medium enterprises in Ethiopia during the outbreak of corona virus pandemic. *Journal of Innovation and Entrepreneurship*, 11(1), 8.
- DeYoung, C. G., Peterson, J. B., & Higgins, D. M. (2005). Sources of openness/intellect: Cognitive and neuropsychological correlates of the fifth factor of personality. *Journal of personality*, 73(4), 825-858.
- Fedorova, E., Nevredinov, A., & Drogozov, P. (2024). The impact of CEO narcissism and optimism on capital structure under pandemic conditions. *Review of Behavioral Finance*.
- Field, A. (2018). *Discovering Statistics using IBM SPSS Statistics* (5th ed.). SAGE Publications.
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2009). Capital structure decisions: which factors are reliably important? *Financial management*, 38(1), 1-37.
- Gao, Y., Tang, Y., & Zhang, J. (2023). CEO financial background, managerial ownership, and corporate innovation: Insights from imprinting theory. *Frontiers in Psychology*, 14, 1126853.
- Gellatly, I. R. (1996). Conscientiousness and task performance: Test of a cognitive process model. *Journal of applied psychology*, 81(5), 474.
- George, D., & Mallery, P. (2010). *SPSS for Windows Step by Step: A Simple Guide and Reference* (10th ed.): Pearson
- Ghader, A., & Bigi, S. N. (2015). The Impact of Board Personality Characteristics on Capital Structure of Companies in Iran. *Mediterranean Journal os Social Sciences*, 6.
- Goldberg, L. R. (1993). The structure of phenotypic personality traits. *American psychologist*, 48(1), 26.
- Goldberg, L. R. (2013). An alternative "description of personality": The Big-Five factor structure. In *Personality and Personality Disorders* (pp. 34-47): Routledge.
- Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2001). The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. *Journal of financial economics*, 60(2-3), 187-243.
- Graham, J. R., Harvey, C. R., & Puri, M. (2013). Managerial attitudes and corporate actions. *Journal of financial economics*, 109(1), 103-121.
- Graziano, W. G., & Eisenberg, N. (1997). Agreeableness: A dimension of personality. In *Handbook of personality psychology* (pp. 795-824): Elsevier.
- Graziano, W. G., Jensen-Campbell, L. A., & Hair, E. C. (1996). Perceiving interpersonal conflict and reacting to it: the case for agreeableness. *Journal of Personality and Social Psychology*, 70(4), 820.
- Green, T. C., Jame, R., & Lock, B. (2019). Executive extraversion: Career and firm outcomes. *The Accounting Review*, 94(3), 177-204.

- Gujarati, D. N. (2002). Basic Econometrics 4th ed. In.
- Guo, J., Ding, R., Zhang, Z., & Zhang, M. (2025). Top executives' emotional stability and firm risk-taking: A machine learning-based study. *Pacific-Basin Finance Journal*, 90, 102679.
- Hair, J. F., Black, W.C., Babin, B.J., & Anderson, R.E. . (2019). *Multivariate Data Analyse (8th edition)* Cengage Learning
- Hambrick, D. C. (2007). Upper echelons theory: An update. 32(2), 334-343.
- Hambrick, D. C., & Mason, P. A. (1984). Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers. *Academy of management review*, 9(2), 193-206.
- Harasheh, M., Capocchi, A., & Amaduzzi, A. (2022). Capital structure in family firms: the role of innovation activity and institutional investors. *EuroMed Journal of Business*, 19(2), 251-275.
- Harrison, J. S., & Malhotra, S. (2024). Complementarity in the CEO-CFO interface: The joint influence of CEO and CFO personality and structural power on firm financial leverage. *The Leadership Quarterly*, 35(2), 101711.
- Harrison, J. S., Thurgood, G. R., Boivie, S., & Pfarrer, M. D. (2020). Perception is reality: How CEOs' observed personality influences market perceptions of firm risk and shareholder returns. *Academy of management journal*, 63(4), 1166-1195.
- Hatoum, K. (2021). Theoretical model on CEO overconfidence impact on corporate investments. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 80, 545-552.
- Herrmann, P., & Nadkarni, S. (2014). Managing strategic change: The duality of CEO personality. *Strategic management journal*, 35(9), 1318-1342.
- Hogan, J., & Ones, D. S. (1997). Conscientiousness and integrity at work. In *Handbook of personality psychology* (pp. 849-870): Elsevier.
- Huang, J., & Kisgen, D. J. (2013). Gender and corporate finance: Are male executives overconfident relative to female executives? *Journal of financial economics*, 108(3), 822-839.
- Jackson, J. J., Wood, D., Bogg, T., Walton, K. E., Harms, P. D., & Roberts, B. W. (2010). What do conscientious people do? Development and validation of the Behavioral Indicators of Conscientiousness (BIC). *Journal of research in personality*, 44(4), 501-511.
- John, O. P., Donahue, E. M., & Kentle, R. L. (1991). Big five inventory. *Journal of Personality and Social Psychology*.
- John, O. P., & Srivastava, S. (1999). The Big-Five trait taxonomy: History, measurement, and theoretical perspectives.
- Johnson, J. L., Lee, R. P.-W., Saini, A., & Grohmann, B. (2003). Market-focused strategic flexibility: Conceptual advances and an integrative model. *Journal of the academy of marketing science*, 31(1), 74-89.
- Judge, T. A., & Bono, J. E. (2000). Five-factor model of personality and transformational leadership. *Journal of applied psychology*, 85(5), 751.
- Judge, T. A., Bono, J. E., Ilies, R., & Gerhardt, M. W. (2002). Personality and leadership: a qualitative and quantitative review. *Journal of applied psychology*, 87(4), 765.
- Judge, T. A., Piccolo, R. F., & Kosalka, T. (2009). The bright and dark sides of leader traits: A review and theoretical extension of the leader trait paradigm. *The Leadership Quarterly*, 20(6), 855-875.
- Judge, T. A., Thoresen, C. J., Pucik, V., & Welbourne, T. M. (1999). Managerial coping with organizational change: A dispositional perspective. *Journal of applied psychology*, 84(1), 107.
- Juul Andersen, T. (2009). Effective risk management outcomes: exploring effects of innovation and capital structure. *Journal of Strategy and Management*, 2(4), 352-379.
- Kang, W., Tiego, J., Hellyer, P. J., Trender, W., Grant, J. E., Chamberlain, S. R., & Hampshire, A. (2024). Validation of an abbreviated Big Five personality inventory at large population scale: Psychometric structure and associations with common psychiatric and neurological disorders. *Comprehensive Psychiatry*, 134, 152514.
- Khoo, S., Vu, H., & Klusak, P. (2020). *The Credit Rating-Capital Structure Hypothesis—Does CEO Overconfidence Matter?* Retrieved from
- Kumar, S., Colombage, S., & Rao, P. (2017). Research on capital structure determinants: a review and future directions. *International Journal of Managerial Finance*, 13(2), 106-132.
- Lartey, T., Kesse, K., & Danso, A. (2020). CEO extraversion and capital structure decisions: the role of firm dynamics, product market competition, and financial crisis. *Journal of Financial Research*, 43(4), 847-893.
- Lawrence, B. S. (1997). Perspective—The black box of organizational demography. *Organization science*, 8(1), 1-22.

- Le, H., Oh, I.-S., Robbins, S. B., Ilies, R., Holland, E., & Westrick, P. (2011). Too much of a good thing: curvilinear relationships between personality traits and job performance. *Journal of applied psychology*, 96(1), 113.
- LePine, J. A., & Van Dyne, L. (2001). Voice and cooperative behavior as contrasting forms of contextual performance: evidence of differential relationships with big five personality characteristics and cognitive ability. *Journal of applied psychology*, 86(2), 326.
- Liu, D., Fisher, G., & Chen, G. (2018). CEO attributes and firm performance: A sequential mediation process model. *Academy of Management Annals*, 12(2), 789-816.
- Malmendier, U., Tate, G., & Yan, J. (2011). Overconfidence and early-life experiences: the effect of managerial traits on corporate financial policies. *The journal of finance*, 66(5), 1687-1733.
- Marwan, M., & Sedeek, D. S. (2018). Managerial behavior and capital structure decisions; do overconfidence, optimism and risk aversion matter? *Asian Economic and Financial Review*, 8(7), 925-945.
- Matthews, G., Deary, I. J., & Whiteman, M. C. (2003). *Personality traits*: Cambridge University Press.
- McCrae, R. R. (1987). Creativity, divergent thinking, and openness to experience. *Journal of Personality and Social Psychology*, 52(6), 1258.
- Milidonis, A., & Stathopoulos, K. (2014). Managerial incentives, risk aversion, and debt. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 49(2), 453-481.
- Minh Ha, N., Ha, T. T. M., & Vuong, P. M. (2021). The effect of CEO characteristics on financial leverage: findings from listed companies in Vietnam. *Cogent Business & Management*, 8(1), 2002129.
- Mount, M. K., & Barrick, M. R. (1995). The Big Five personality dimensions: Implications for research and practice in human resources management. *Research in personnel and human resources management*, 13(3), 153-200.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of financial economics*, 5(2), 147-175.
- Myers, S. C. (2001). Capital Structure. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 81-102. doi:10.1257/jep.15.2.81
- Nadkarni, S., & Herrmann, P. (2010). CEO personality, strategic flexibility, and firm performance: The case of the Indian business process outsourcing industry. *Academy of management journal*, 53(5), 1050-1073.
- Nettle, D. (2006). The evolution of personality variation in humans and other animals. *American psychologist*, 61(6), 622.
- Nuryani, Y., & Sunarsi, D. (2020). The Effect of Current Ratio and Debt to Equity Ratio on Deviding Growth. *JASa (Jurnal Akuntansi, Audit dan Sistem Informasi Akuntansi)*, 4(2), 304-312.
- O'brien, J. P. (2003). The capital structure implications of pursuing a strategy of innovation. *Strategic management journal*, 24(5), 415-431.
- O'Reilly III, C. A., Caldwell, D. F., Chatman, J. A., & Doerr, B. (2014). The promise and problems of organizational culture: CEO personality, culture, and firm performance. *Group & Organization Management*, 39(6), 595-625.
- O'Reilly III, C. A., Chatman, J., & Caldwell, D. F. (1991). People and organizational culture: A profile comparison approach to assessing person-organization fit. *Academy of management journal*, 34(3), 487-516.
- Odhiambo, A., Koske, N., & Limo, P. (2022). Debt-Equity Ratio, CEO Power and Financial Performance of Listed Companies at the Nairobi Securities Exchange, Kenya. *European Journal of Business and Management Research*, 7(2), 330-338.
- Oliver, B. R. (2005). The impact of management confidence on capital structure. *Available at SSRN 791924*.
- Pandey, I. (2010). *Essentials of Financial Management*. New Delhi: DN. In: Vikas Publishing House Ltd.
- Peterson, R. S., Smith, D. B., Martorana, P. V., & Owens, P. D. (2003). The impact of chief executive officer personality on top management team dynamics: one mechanism by which leadership affects organizational performance. *Journal of applied psychology*, 88(5), 795.
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *The Journal of finance (New York)*, 50(5), 1421-1460. doi:10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x
- Riggio, R. E. (1986). Assessment of basic social skills. *Journal of Personality and Social Psychology*, 51(3), 649.
- Roberts, B. W. (2009). Back to the future: Personality and assessment and personality development. *Journal of research in personality*, 43(2), 137-145.
- Salawu, R. O., & Agboola, A. A. (2008). The determinants of capital structure of large non-financial listed firms in Nigeria. *The International Journal of Business and Finance Research*, 2(2), 75-84.
- Samimi, M., Cortes, A. F., Anderson, M. H., & Herrmann, P. (2022). What is strategic leadership? Developing a framework for future research. *The Leadership Quarterly*, 33(3), 101353.
- Saucier, G. (1997). Effects of variable selection on the factor structure of person descriptors. *Journal of Personality and Social Psychology*, 73(6), 1296.

- Sheridan, J. E. (1992). Organizational culture and employee retention. *Academy of management journal*, 35(5), 1036-1056.
- Spreitzer, G. M., McCall Jr, M. W., & Mahoney, J. D. (1997). Early identification of international executive potential. *Journal of applied psychology*, 82(1), 6.
- Sun, J., Ding, L., Guo, J. M., & Li, Y. (2016). Ownership, capital structure and financing decision: Evidence from the UK. *The British Accounting Review*, 48(4), 448-463.
- Tabachnick, B. G., & Fidell, L. S. (2013). *Using Multivariate Statistics (6th ed.)*. Pearson.
- Tett, R. P., & Burnett, D. D. (2003). A personality trait-based interactionist model of job performance. *Journal of applied psychology*, 88(3), 500.
- Ting, I. W. K., Azizan, N. A. B., & Kweh, Q. L. (2015). Upper echelon theory revisited: The relationship between CEO personal characteristics and financial leverage decision. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 195, 686-694.
- Venugopal, A., Nerur, S., Yasar, M., & Rasheed, A. A. (2023). CEO personality and corporate sustainability performance. *Management Decision*, 61(12), 3691-3716.
- Wahome, M. N., Memba, F., & Muturi, W. (2015). The effects of firm size and risk on Capital Structure decisions of Insurance Industry in Kenya. *International Journal of Scientific and Research Publications*, 5(8), 1-12.
- Wang, G., Holmes Jr, R. M., Oh, I.-S., & Zhu, W. (2016). Do CEOs Matter to Firm Strategic Actions and Firm Performance? A Meta-Analytic Investigation Based on Upper Echelons Theory. *Personnel psychology*, 69(4), 775-862. doi:10.1111/peps.12140
- Wang, L., Li, H., & Mu, Y. (2022). Study of CEO narcissism and corporate R&D investment. *Frontiers in Psychology*, 13, 888618.
- Wang, Z., Wang, P., Du, Y., & Lin, C.-Y. (2025). The effect of CEO extraversion on private debt. *Finance Research Letters*, 76, 106962.
- Welch, I. (2011). Two common problems in capital structure research: The financial-debt-to-asset ratio and issuing activity versus leverage changes. *International review of finance*, 11(1), 1-17.
- Wiggins, J. S. (1996). *The five-factor model of personality: Theoretical perspectives*: Guilford Press.
- Wu, W., Tian, Z., & Wang, G. (2024). Does CEO social capital affect corporate ESG performance? *PloS one*, 19(11), e0300211.
- Xie, J., Nozawa, W., & Managi, S. (2023). The nexus of top executives' attributes, firm strategies, and outcomes: Large firms versus SMEs. *Humanities and Social Sciences Communications*, 10(1), 1-15.
- Yaghoubi, M. (2024). Executive characteristics as moderators: Exploring the impact of geopolitical risk on capital structure decisions. *International Review of Financial Analysis*, 93, 103188.